



LA FINANCIARISATION DU LOGEMENT :

LE PAYSAGE INTERNATIONAL

Un rapport pour le Bureau du défenseur fédéral
du logement

Manuel Gabarre

Juin 2022

Bureau du défenseur fédéral du logement, Commission canadienne des droits de la personne
344, rue Slater, 8^e étage, Ottawa (Ontario) K1A 1E1

Sans frais : 1-888-214-1090 | **TTY** : 1-888-643-3304 | **Télécopie** : 613-996-9661 | housingchrc.ca

Le présent rapport fait partie d'une série de rapports sur la financiarisation du logement commandée par le Bureau du défenseur fédéral du logement (BDFL). Les autres rapports dans cette série sont disponibles sur le site du BDFL et sur le Rond-point de l'itinérance : rondpointdelitinérance.ca/bdfl.

Les opinions, constatations et conclusions ou recommandations exprimées dans le présent document sont celles des auteurs et ne reflètent pas nécessairement la position de la Commission canadienne des droits de la personne ou de la Défenseure fédérale du logement.

This text is also available in English under the title, The Financialization of Housing: The International Landscape. It is available on the Office of the Federal Housing Advocate's website and on the Homeless Hub.

Pour citer ce rapport :

Gabarre, M. 2022. *La financiarisation du logement : Le paysage international*. Le Bureau du défenseur fédéral du logement.

© Sa Majesté la Reine du chef du Canada
représentée par la Commission canadienne des droits de la personne, 2022.

Numéro de catalogue : HR34-3/2022F-PDF

ISBN : 978-0-660-44775-9

Table des matières

Sommaire	5
Introduction : la marchandisation du logement	6
Le contexte international de la financiarisation du logement	8
Le système monétaire	8
La prolifération des paradis fiscaux	11
Détérioration des régimes fiscaux progressifs	12
Déréglementation des marchés financiers	13
Privatisation et marchandisation des biens publics	14
Le cadre réglementaire des prêts hypothécaires	16
La Banque des règlements internationaux de Bâle (BRI)	16
Le troisième accord de Bâle (Bâle III)	16
Mise en œuvre de Bâle III au Canada et dans d'autres pays du Commonwealth	17
Évolution de la dette des ménages après la mise en œuvre de Bâle III	20
Répercussions des niveaux élevés d'endettement des ménages au Canada	24
Principaux agents de la financiarisation du logement	24
Entités bancaires parallèles	25
Fonds de pension	25
Investisseurs individuels	26
Fonds souverains	26
Banques commerciales	27
Stratégies d'investissement	27
Investissements opportunistes	27
Investissements à valeur ajoutée	28
Investissements fondamentaux	29
L'incidence de la réglementation nationale en matière de logement sur le droit fondamental à un logement adéquat	30
Société de placement immobilier : comparaison entre les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, le Danemark et l'Autriche	30
Réglementation des loyers : le Canada, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, le Danemark et l'Autriche	31
Les projets de logements sociaux et le taux de surcharge du coût du logement : Canada, Royaume-Uni, France, Allemagne, Danemark, Autriche (Vienne) et Pays-Bas	34

Conclusion	38
Annexe	40
La réglementation des loyers au Royaume-Uni, en France, en Allemagne, au Danemark, en Autriche et dans les provinces et territoires canadiens	40
Liste des graphiques	41
Glossaire	41
Notes et références	45

Sommaire

Le présent rapport décrit le paysage international du logement ainsi que le cadre politique et historique qui a mené à sa financiarisation. Le dollar américain et les banques centrales, notamment la Réserve fédérale américaine (Fed), jouent un rôle de premier plan dans ce processus. Le rapport aborde également le rôle des entités bancaires parallèles, des banques commerciales, des fonds souverains et des fonds de pension. Ces entités découlent d'un contexte politique caractérisé par la prolifération des paradis fiscaux, la détérioration des régimes fiscaux progressifs et la déréglementation des marchés financiers, ce qui a entraîné une inégalité sociale croissante.

Le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) définit le cadre réglementaire international des banques. La mise en place d'un nouveau cadre réglementaire connu sous le nom de Bâle III a été sa réponse à la crise financière de 2007. Bâle III est un ensemble de mesures visant les problèmes bancaires, notamment la prise de risque excessive sur le marché hypothécaire. Toutefois, certains pays membres du Commonwealth, dont le Canada, ont contourné les exigences de Bâle III. Le présent rapport analyse les effets de Bâle III sur la dette des ménages et l'abordabilité du logement dans plusieurs pays.

Le choix de système de logement est une décision politique qui façonne la société à long terme. Ainsi, des pays aux économies et aux cultures comparables qui évoluent dans le même paysage international ont des systèmes de logement très différents en matière d'endettement, de propriété, de stratification sociale, d'accessibilité, de mobilité et d'urbanisme. L'accès à la propriété par l'endettement hypothécaire est la pierre angulaire du « système de logement du Commonwealth ». Ce rapport compare le système de logement du Commonwealth au système de logement de pays présentant des conditions socio-économiques similaires en ce qui a trait à l'accessibilité financière, à la protection des loyers et au logement public.

Ce rapport analyse également l'incidence de la financiarisation du logement sur les droits de la personne. Le droit au logement figure dans la Déclaration universelle des droits de l'homme et dans de nombreux autres traités internationaux sur les droits de la personne ratifiés par la plupart des gouvernements du monde, y compris le Canada (Farha, 2018b). Dans le droit international en matière de droits de la personne, les États sont responsables de la mise en œuvre du droit au logement. Les États comprennent tous les ordres ou paliers de gouvernement : national, régional et infranational, qui comprend les municipalités et les gouvernements locaux (Farha, 2014).

En ce sens, le Canada a adopté la *Loi sur la stratégie nationale sur le logement* en 2019. Le gouvernement fédéral a pour politique en matière de logement :

- a) de reconnaître que le droit à un logement suffisant est un droit fondamental de la personne confirmé par le droit international;
- b) de reconnaître que le logement revêt un caractère essentiel pour la dignité inhérente à la personne humaine et pour son bien-être, ainsi que pour l'établissement de collectivités viables et ouvertes;
- c) d'appuyer l'amélioration de la situation en matière de logement de la population du Canada;

d) de continuer à faire avancer la réalisation progressive du droit à un logement suffisant, lequel est reconnu par le Pacte international relatif aux droits économiques, sociaux et culturels.

Ainsi, le présent rapport recense les lacunes causées par la financiarisation du logement et particulièrement les défauts spécifiques du « système de logement du Commonwealth » qui l'empêchent de se conformer à la Déclaration universelle des droits de l'homme et à la *Loi sur la stratégie nationale sur le logement*.

Introduction : la marchandisation du logement

La Déclaration universelle des droits de l'homme reconnaît le droit à un niveau de vie suffisant. Ce droit couvre explicitement les besoins fondamentaux tels que le logement et les soins médicaux. Cependant, l'industrie financière a réussi à transformer ces droits en marchandises (Bohoslavsky, Farha, Boly Barry, Sepúlveda Carmona, & Heller, 2020; Haut-Commissariat des Nations unies aux droits de l'homme, 1996). Ainsi, le secteur financier a pénétré de nombreux aspects de la vie quotidienne.

Comme il est expliqué ci-dessous, le choc Nixon de 1971 a été déterminant pour la financiarisation des besoins fondamentaux. Depuis, la finance est devenue une activité clairement distincte des services bancaires commerciaux à plusieurs égards, notamment par son détachement des activités de production de l'économie réelle (Sassen, 2019).ⁱ

La financiarisation du logement

Les finances circulent à travers le monde par l'entremise du circuit financier réglementé et non réglementé. Les banques sont les principales composantes financières du circuit réglementé et les entités bancaires parallèles constituent le circuit non réglementé. Ces entités sont appelées ainsi parce qu'elles utilisent des paradis fiscaux pour échapper à l'impôt et au contrôle public, bien qu'elles aient leur siège social dans les grandes villes du monde, comme Londres, Toronto et New York. La plupart des sociétés de capital-investissement et des entités de gestion d'actifs mènent leurs activités dans le système bancaire parallèle. Néanmoins, leurs principaux bailleurs de fonds sont des entités réglementées, telles que les fonds de pension, les fonds souverains et les banques commerciales. Ainsi, ces entités sont le point de rencontre entre les activités réglementées et les activités bancaires parallèles.

Les sociétés de capital-investissement investissent dans les besoins fondamentaux tels que le logement, l'énergie et la santé, car les gens ne peuvent pas s'en passer. Toutefois, le logement présente certaines caractéristiques uniques. Il se distingue des autres marchandises parce que le logement n'est pas seulement une nécessité, mais exige de la plupart des ménages qu'ils y consacrent une part importante de leurs revenus (Arnott, 2015).

Parallèlement, la plupart des gouvernements n'ont pas réussi à protéger le droit au logement, et les banques centrales ont mis d'énormes quantités d'argent à la disposition du secteur financier au cours des dernières décennies. Pour les raisons susmentionnées, les gestionnaires des sociétés de capital-investissement et d'autres véhicules financiers ont ciblé le logement comme le meilleur secteur pour réaliser des profits importants.

La Réserve fédérale américaine (Fed) est la principale banque centrale. Cette institution a alimenté le marché en argent facile pour surmonter les crises financières successives : le krach boursier de 1987, l'éclatement de la bulle technologique au début des années 2000 et la crise financière mondiale de 2007-2008. Ainsi, la Fed alimente la bulle des prix de l'immobilier par des politiques monétaires expansives telles que l'assouplissement quantitatif. De même, les autres principales banques centrales ont également mis en œuvre ces politiques pour surmonter les effets économiques de la crise de 2008 et de la pandémie de COVID-19.

La Banque des règlements internationaux a mis en place le dispositif réglementaire international pour les banques commerciales en 2010. Cet ensemble de règles est connu sous le nom de Bâle III. Cette réglementation invitait les banques à vendre leurs actifs immobiliers pour satisfaire à leurs exigences de solvabilité. La crise financière mondiale avait déclenché une quantité étonnante de prêts non productifs dans le monde entier. Par conséquent, il existait une occasion pour acheter des portefeuilles composés de ces actifs sur le marché à des prix bas.

Les sociétés de capital-investissement avaient juste besoin de fonds pour acheter des actifs immobiliers. Les banques commerciales ont souvent été les principaux bailleurs de fonds de ces opérations. Bâle III a établi que les banques commerciales pouvaient prêter jusqu'à 80 % de la valeur du processus à l'acheteur.

Le reste des fonds provient de financement interne et externe, et les sociétés de capital-investissement obtiennent du financement externe par des fonds d'investissement. Elles créent des fonds d'investissement dans des paradis fiscaux. Les fonds de pension, les fonds souverains et les personnes fortunées sont les principaux investisseurs dans ces fonds dont l'échéance est généralement de cinq ans.

Les sociétés de capital-investissement présentent différentes formes juridiques, telles que les sociétés cotées en bourse ou les sociétés en commandite. La structure juridique dépend des besoins en capitaux et des exigences en matière de transparence. On peut également classer ces entreprises en fonction de leur stratégie commerciale.

Ces questions seront analysées en profondeur dans le texte qui suit.

Le contexte international de la financiarisation du logement

Les points suivants décrivent le paysage politique de la financiarisation du logement.

Le système monétaire

« Les États-Unis peuvent payer n'importe quelle dette qu'ils ont parce que nous pouvons toujours imprimer de l'argent pour le faire. La probabilité de défaut de paiement est donc nulle. » Alan Greenspan (2011) ⁱⁱ

Contexte politique : Bretton Woodsⁱⁱⁱ

Depuis la conférence de Bretton Woods, le dollar américain est devenu la monnaie mondiale de facto (Eichengreen, Mehl, & Chitu, 2019). Ainsi, la Fed a eu le privilège de créer la monnaie pour le commerce international. En vertu de cet accord, la plupart des pays, y compris le Canada, ont dû aligner leur monnaie nationale sur le dollar américain au moyen d'un taux de change fixe. La Fed devait convertir les dollars des banques centrales étrangères en or au taux de change officiel de 35 dollars l'once. Ainsi, l'étalon-or a été l'assise du système monétaire international de 1944 à 1971.

Contexte politique : le choc Nixon

La guerre du Vietnam a entraîné l'effondrement de l'accord de Bretton Woods, car la Fed a dû imprimer une quantité étonnante de dollars pour financer les dépenses de guerre. Ainsi, il n'y avait pas assez d'or dans le dépôt de lingots américain de Fort Knox pour convertir les dollars accumulés par les banques centrales étrangères. En 1971, les gouvernements français et britannique ont réclamé la conversion de leurs dollars en or, comme l'avaient établi les accords de Bretton Woods. Le président Richard Nixon a rejeté cette demande et le gouvernement américain a unilatéralement annulé l'étalon-or.

L'administration américaine craignait que l'abandon de l'étalon-or ne provoque une baisse de la demande mondiale de dollars américains. Cela pouvait donc nuire à son statut de première monnaie internationale. L'administration Nixon a utilisé le pétrole comme pilier de la valeur du dollar américain pour régler ce problème. Comme le pétrole est la principale source d'énergie à l'échelle mondiale, le pays qui le contrôle peut aussi contrôler le commerce international. À cette fin, les États-Unis ont conclu une série d'accords avec les principaux producteurs de pétrole pour fixer le prix du pétrole en dollars afin de maintenir la demande mondiale en dollars. ^{iv}

Ainsi, le dollar a conservé son statut de monnaie de réserve mondiale malgré la persistance de la balance des paiements et du déficit budgétaire public des États-Unis. La balance des paiements américaine a accumulé une dette de 12 500 milliards \$ US depuis le « choc Nixon » (FMI, 2019). De même, le déficit budgétaire public accumulé depuis 1971 représente presque le double du PIB américain (185 %), alors que la dette contractée pendant la validité des accords de Bretton Woods était négligeable (5,5 % du PIB) (UC Santa Barbara, 2020). Malgré le « double déficit », certains pays ont décidé d'arrimer leur monnaie au dollar américain. Par exemple, l'Arabie saoudite a rattaché sa monnaie au dollar américain, mais le dollar canadien est devenu

une monnaie flottante. Ainsi, le passage d'un taux de change fixe à un taux de change flottant a accordé une autonomie aux politiques monétaires de la banque centrale permettant de créer de la monnaie, particulièrement à la Fed, étant donné que les États-Unis peuvent maintenir un « double déficit » sans nuire au statut du dollar américain. Par conséquent, 60 % des réserves allouées sont en dollars (FMI, 2021).

Le rôle des banques centrales

La plupart des monnaies modernes en papier, comme le dollar canadien et le dollar américain, sont des monnaies fiduciaires. Les banques centrales créent de l'argent à partir de rien depuis l'abandon de l'étalon-or. Ainsi, les banques centrales utilisent la masse monétaire pour contrôler le taux d'inflation et intervenir sur la performance économique. Ces institutions adoptent des objectifs de contrôle de l'inflation pour protéger la valeur de leur monnaie au moyen de la politique monétaire.^v Valéry Giscard d'Estaing, ministre des Finances et président de la France, a inventé l'expression « privilège exorbitant » pour désigner le pouvoir américain d'émettre la réserve internationale. L'économiste Barry Eichengreen a expliqué ce privilège : « Il ne coûte que quelques cents au Bureau des gravures et impressions pour produire un billet de 100 \$, mais d'autres pays ont dû déboursier 100 \$ de biens réels pour en obtenir un. » (Eichengreen, 2011).

L'administration de Ronald Reagan a déréglementé les marchés financiers au début des années 1980 en raison de la situation du dollar. Le président de la Fed, Alan Greenspan, a fourni de l'argent à bon marché et des liquidités par l'entremise d'opérations sur le marché libre pour surmonter les effets.^{vi} Ainsi, la banque centrale des États-Unis a acheté des titres et des fonds fédéraux au secteur financier en nombre considérable. Cette stratégie, connue sous le nom de « Greenspan put », a permis de contrôler les taux d'intérêt et d'éviter que la crise de la dette ne se propage à l'économie réelle (Eichengreen, 2018). Le « Greenspan put » signifie que la Fed s'engage à soutenir les marchés boursiers lorsqu'ils baissent au-delà d'un certain seuil, bien que certains auteurs affirment que l'impact réel de cette politique n'est pas clair.^{vii} Quoiqu'il en soit, cette politique monétaire a créé une fausse perception de sécurité dans le secteur financier (Walks, 2014). La déréglementation a favorisé une plus grande prise de risques financiers, ce qui a mené au krach boursier de 1987, connu sous le nom de « lundi noir ». Quel que soit le risque, s'il devait y avoir une défaillance du marché, la Fed corrigerait la situation en injectant suffisamment de dollars dans le système (Stiglitz, 2009).

La Fed a corrigé l'éclatement de la bulle technologique au début des années 2000 grâce à des politiques monétaires expansives, tandis que les autorités ont le plus souvent ignoré la situation comptable du secteur financier en raison de la déréglementation; de nombreuses entités financières menaient leurs activités à partir de paradis fiscaux (Shaxson, 2021). Parallèlement, les banques commerciales ont accordé un nombre sans précédent de prêts hypothécaires en raison des faibles taux d'intérêt visés par les banques centrales et de l'existence d'une bulle immobilière dans de nombreux pays, dont le Canada (Walks, 2014). Les banques pouvaient vendre ces contrats hypothécaires sur les marchés secondaires afin d'obtenir davantage de liquidités, grâce auxquelles les banques pouvaient accorder davantage de prêts hypothécaires (Heuson et al., 2001). Ainsi, la combinaison entre les taux d'intérêt bas des banques centrales, les profits rapides, la déréglementation et le risque moral a mené à l'éclatement de la bulle

immobilière en 2007. Cependant, la dimension de la crise était différente cette fois-ci, et le secteur financier a mis en péril l'économie mondiale.

Les banques centrales ont dû adopter de nouvelles politiques pour renflouer le système financier. L'offre de liquidités et de prêts bon marché pour le secteur financier était insuffisante. Le niveau d'endettement dans le secteur du logement et les pertes causées par la spéculation étaient trop importants pour les politiques monétaires conventionnelles. En outre, la plupart des gouvernements occidentaux, notamment le Canada, ont dû renflouer les sociétés financières pour éviter la propagation de la crise (Walks, 2014; Stiglitz, 2009).

Les banques centrales ont mis en œuvre des opérations sur le marché libre non conventionnelles, telles que des politiques d'assouplissement quantitatif. Par conséquent, les banques centrales pouvaient acheter des obligations d'État et des actifs financiers qui se détériorent comme des titres adossés à des créances hypothécaires. Par exemple, la Fed (Varoufakis, 2011) et la Banque centrale du Canada ont acheté ces actifs ayant subi une dépréciation sur le marché libre t (Walks & Clifford, 2015). Cependant, ces institutions n'ont pas réussi à éviter les expulsions forcées qui se sont concentrées sur les groupes minoritaires (Sassen, 2012). Par exemple, les locataires noirs risquent davantage d'être expulsés à Toronto (Lewis, 2022; Leon & Iveniuk, 2020).

Selon le type d'actif, les entités bancaires parallèles ont utilisé des stratégies d'investissement « de base », « à valeur ajoutée » et « opportunistes » (August, 2020). Les entités bancaires parallèles ont acheté des biens immobiliers en difficulté, principalement en Europe du Sud, en Irlande et aux États-Unis, en tant qu'investisseurs opportunistes. D'autres entités bancaires parallèles sont spécialisées dans les investissements de base à long terme.

Les gouvernements et les banques centrales ont mis en œuvre un nouvel ensemble de politiques monétaires expansives et d'aides publiques pour surmonter la crise économique provoquée par la pandémie de COVID-19. Les banques centrales ont acheté des obligations de sociétés et ont abaissé les taux d'intérêt à leur minimum. En 2007, les banques centrales du Canada, des États-Unis, de la zone euro, du Royaume-Uni et du Japon avaient des actifs totaux allant de 2 % à 20 % du PIB nominal. Toutefois, à la fin de 2020, le bilan de la Banque du Canada représentait 24 % du PIB, celui de la Fed 34 %, celui de la Banque centrale européenne 59 %, celui de la Banque d'Angleterre 40 % et celui de la Banque du Japon 127 % (Cecchetti & Tucker, 2021; BofA Global Research, 2020).

Les banques centrales ont adopté des politiques non conventionnelles. Ainsi, la Banque du Canada a récemment acheté des Obligations hypothécaires du Canada (OHC) pour près de 10 milliards de dollars canadiens (Banque du Canada, 2021). Les OHC sont des titres garantis par l'État pour le financement de prêts hypothécaires. La Banque du Canada a décidé d'acheter des OHC afin de plafonner les taux hypothécaires et ainsi les empêcher de trop augmenter pendant la pandémie de COVID-19. Ces interventions ont fourni des liquidités supplémentaires aux banques canadiennes, ont maintenu les flux de crédit hypothécaire et ont alimenté la bulle immobilière canadienne pendant la pandémie de COVID-19. Par conséquent, le boom immobilier pandémique du Canada a attiré une part plus importante que d'habitude de spéculateurs (Saminather, 2021).

Parallèlement, de mars 2020 à juin 2021, la Fed a augmenté ses avoirs en titres adossés à des créances hypothécaires qui sont passés de 1 400 milliards de dollars à 2 300 milliards de dollars (Federal Reserve, Bank of Dallas, 2021).

Ces politiques auront une forte incidence sur le marché du logement, en particulier dans les pays considérés comme des paradis fiscaux pour les investisseurs en raison de l'excès d'argent à bon marché dans le système financier. Au Canada, la dette des ménages a augmenté pour atteindre 9,38 % du PIB de 2019 à 2020, soit le quatrième rang mondial (FMI, 2022).

La prolifération des paradis fiscaux

Définition

Un paradis fiscal est une administration qui permet aux étrangers d'échapper au contrôle fiscal de leur pays. Deux raisons principales expliquent leur existence : les sources d'argent illégales et l'évasion fiscale. Ainsi, les paradis fiscaux sont caractérisés par différents niveaux de confidentialité et de faibles taux d'imposition pour les étrangers (Gabarre, 2019).

L'origine des paradis fiscaux

Les empires européens ont contrôlé le commerce international des ressources énergétiques et des marchandises par l'entremise de la colonisation. Ainsi, la France, les Pays-Bas, et surtout l'Empire britannique et les États-Unis ont pu gérer des marchandises comme le pétrole. Cependant, après la destruction de l'Europe et la décolonisation progressive subséquente, les pays européens ont perdu le contrôle du commerce international. Ainsi, dans les années 1960, les pays dotés de puissants empires, notamment le Royaume-Uni, ont conçu des structures politiques pour maintenir le contrôle des profits dans les pays anciennement colonisés (Shaxson, 2019; Christensen, 2018). Ces dispositifs juridiques ont donné naissance à des paradis fiscaux qui ont permis aux élites de mener leurs activités dans l'ombre par l'entremise de sociétés transnationales – échappant ainsi au contrôle des gouvernements.

La prolifération des paradis fiscaux

Même dans les années 1980, l'utilisation d'un paradis fiscal s'accompagnait d'importantes difficultés logistiques. Ainsi, avant le développement d'Internet, l'élite financière était la seule à pouvoir utiliser les paradis fiscaux.

Néanmoins, à l'heure actuelle, l'utilisation des paradis fiscaux s'est étendue à des segments sociaux plus vastes qui prennent de l'ampleur d'année en année en raison des services bancaires en ligne (Meinzer, 2015). Par conséquent, les centres financiers extraterritoriaux des Caraïbes reçoivent près d'un quart des investissements directs canadiens à l'étranger (IDCE) dans le domaine des finances et de l'assurance. Un certain nombre d'économies caribéennes figurent parmi les dix principales destinations des IDCE, notamment les Bermudes, les îles Caïmans et la Barbade (gouvernement du Canada, 2021). Les investissements canadiens dans les pays des Caraïbes, et peut-être dans une certaine mesure au Luxembourg et aux Pays-Bas, passent surtout par ces centres financiers extraterritoriaux bien qu'ils soient généralement destinés à d'autres pays (Damgaard et al., 2019). Les Pays-Bas sont donc le deuxième investisseur direct étranger au Canada, les îles Caïmans le sixième et la Barbade le neuvième (gouvernement du Canada, 2021).

Paradis fiscaux et logement

Deux faits sont essentiels pour comprendre le rôle des paradis fiscaux dans le logement : tout d'abord, d'énormes fortunes sont cachées dans les paradis fiscaux tels que les dépendances de la Couronne britannique et les îles des Caraïbes du Royaume des Pays-Bas (Shaxson, 2011). Deuxièmement, les inégalités ont affaibli la croissance économique (Piketty, 2019). Par conséquent, la plupart des sociétés de capital-investissement ont décidé de rechercher du profit au-delà de la consommation, à partir des besoins fondamentaux des gens, y compris le logement (Blackstone, 2021).

Détérioration des régimes fiscaux progressifs

Après la Seconde Guerre mondiale, les pays occidentaux ont dû relever deux défis : reconstruire leurs infrastructures détruites et réduire les inégalités sociales pour vaincre les régimes socialistes de l'Est de l'Europe. Le meilleur moyen relevé pour atteindre ces deux objectifs était de redistribuer le revenu national au moyen de programmes fiscaux progressifs. Ainsi, le taux d'imposition sur le revenu moyen maximal était de 81 % aux États-Unis de 1932 à 1980 (Piketty, 2019).

Les comptes du gouvernement américain pendant la validité des accords de Bretton Woods étaient équilibrés. Mais après le choc Nixon, le déficit public a duré longtemps parce que la Fed peut financer le déficit public sans porter atteinte à la valeur de la monnaie. Le gouvernement Reagan a saisi cette occasion pour réduire l'imposition des personnes à gros revenus et des propriétaires de grandes richesses. Bien que le déficit public ne cesse de croître, le taux d'imposition sur le revenu moyen maximal aux États-Unis était de 39 % de 1980 à 2018 (Piketty, 2019).

Le Royaume-Uni et le Canada ont suivi cette politique fiscale de la même manière. Le taux d'imposition sur le revenu moyen maximal en Grande-Bretagne était de 89 % de 1932 à 1980, et il est tombé à une moyenne de 46 % depuis le mandat de Margaret Thatcher (Piketty, 2019). En ce sens, le taux marginal supérieur de l'Ontario était d'environ 90 % dans les années 1950 et a chuté à 55 % en 2010 (Yalnizyan, 2010). En 2021, les taux marginaux supérieurs dans les provinces et territoires du Canada variaient de 44,50 % au Nunavut à 54 % en Nouvelle-Écosse (BDO Canada, 2021).

Au Canada, les personnes les plus nanties ont presque doublé leur part de la richesse nationale au cours des 50 dernières années. La part du PIB des personnes faisant partie des 1 % de revenus les plus élevés est passée de 7,8 % du PIB en 1970 à 14,8 % en 2021, et la part de ceux faisant partie des 10 % les plus élevés est passée de 25 % en 1970 à 41 % en 2020 (World Inequality Database, 2020). La part des 1 % de revenus les plus élevés du revenu national des États-Unis est passée de 12 % du PIB en 1990 à 18 % en 2020; au Royaume-Uni, cette proportion est passée de 6 % au milieu des années 1970 à 15 % en 2007 (House of Commons Library, 2012).

Les systèmes fiscaux ont donc perdu la plupart de leur capacité de redistribution en raison de la détérioration des barèmes d'imposition progressive et de l'évasion par les paradis fiscaux. D'ailleurs, les multinationales peuvent éviter l'impôt sur les sociétés grâce à des administrations telles que le Luxembourg et les Pays-Bas, qui offrent de nombreuses échappatoires fiscales pour « l'optimisation fiscale » (Parlement européen, 2019; Damgaard, Elkjaer, & Johannesen, 2019).

La redistribution du revenu national favorise la croissance économique dans une économie basée sur le consumérisme, ce qui était le cas des économies occidentales. Ce phénomène s'explique habituellement par le fait que les personnes à faibles revenus ont tendance à dépenser la totalité de leurs revenus pour satisfaire leurs besoins fondamentaux. Cependant, les personnes à revenu élevé ont tendance à épargner une proportion beaucoup plus importante de leurs revenus dont elles n'ont pas besoin pour leur survie quotidienne. Par conséquent, la distribution du revenu national par l'entremise de régimes fiscaux progressifs favorise la consommation et la croissance économique.^{viii}

Plus les barèmes d'imposition progressive sont importants, plus la croissance économique est élevée. Cependant, les réductions d'impôts de l'ère néolibérale ont produit un phénomène qui peut sembler paradoxal à première vue. Alors qu'une richesse croissante accumule dans les paradis fiscaux, prête à être investie, la croissance économique diminue. Par conséquent, les gestionnaires de fonds de capital-investissement ont tendance à investir dans les besoins fondamentaux qui ne peuvent être évités, comme le logement ou la santé (Gabarre, 2019; Blackstone, 2021).

Déréglementation des marchés financiers

« Ceux d'entre nous – moi-même en particulier – qui pensaient qu'il était de l'intérêt des établissements de crédit de protéger les titres de leurs actionnaires sont maintenant dans un état de choc et d'incrédulité. » Alan Greenspan, témoignage au Congrès, (2008)

La Fed a allégé les restrictions imposées aux marchés financiers à la fin des années 1970.^{ix} En outre, le remplacement de l'étalon-or par le système des pétrodollars et le double déficit américain ont donné libre cours à la création d'argent à la Fed, notamment sous le mandat de Ronald Reagan. Ainsi, les banques américaines ont réussi à reprendre leurs activités liées au marché des titres.

Alan Greenspan a également plaidé en faveur de la déréglementation des instruments dérivés pendant son mandat. Le président de la Fed a déclaré ce qui suit en 2004 : « Ce que nous avons constaté au fil des ans sur le marché, c'est que les instruments dérivés ont été un moyen très utile de transférer le risque de ceux qui ne devraient pas le prendre à ceux qui sont disposés à le faire et qui en sont capables ». Cependant, les instruments dérivés ont été largement critiqués, même au sein du secteur financier. Par exemple, Warren E. Buffett a déclaré que les instruments dérivés étaient « des armes financières de destruction massive, portant des dangers qui, bien que latents aujourd'hui, sont potentiellement mortels » (Buffet, 2002).

Les titres adossés à des créances hypothécaires sont des titres garantis par un ensemble de prêts hypothécaires achetés aux banques qui les ont émis. Le gouvernement américain a autorisé son émission pour la première fois au début des années 1980. Après 2002, les titres garantis par des créances (TGC) sont devenus des véhicules de refinancement des titres adossés à des créances hypothécaires. Ainsi, les banques pouvaient combiner dans un titre adossé à des créances hypothécaires un prêt hypothécaire présentant un faible risque de défaut, par exemple un prêt contracté par un avocat fortuné, à des prêts hypothécaires à risque. Par conséquent, en 2007, 27 % des prêts hypothécaires américains étaient à risque (Varoufakis, 2011). Les normes de prêt au Canada ont aussi considérablement diminué et une forme particulièrement canadienne de prêts hypothécaires « à risque » a connu une forte croissance sur le marché des prêts hypothécaires résidentiels. En fait, les banques canadiennes avaient besoin d'une « aide

financière considérable » et l'ont reçu (Walks, 2014). En plus, la durée d'amortissement autorisée a été portée à 40 ans et la mise de fonds minimale admissible à l'assurance hypothécaire fédérale a été réduite de 5 % à 0 % (Walks, 2014). Cependant, les agences de notation ont attribué des notes de crédit positives à ces produits financiers, permettant ainsi aux entités financières d'investir dans ces produits. Les banques commerciales ont donc obtenu des liquidités pour accorder de plus en plus de prêts hypothécaires et, par conséquent, les TGC ont alimenté la bulle immobilière (Walks, 2014). Le risque encouru est devenu si élevé que les titres adossés à des créances hypothécaires émis par les banques d'investissement ont déclenché la crise financière mondiale, lorsque de nombreuses personnes n'ont pas pu honorer leurs paiements hypothécaires.

L'administration du président Obama a promulgué la loi Dodd-Frank en 2010 afin de remanier la réglementation financière.^x Toutefois, la *Dodd-Frank Act* (loi Dodd-Frank) a été partiellement abrogée sous l'administration de Donald Trump par l'*Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act* (loi sur la croissance économique, l'allègement de la réglementation et la protection des consommateurs). Cette loi a relevé de 50 à 250 milliards de dollars le seuil à partir duquel les banques sont jugées trop nécessaires au système financier pour faire faillite et sont assujetties à une réglementation plus stricte. Ainsi, cette loi a exempté les petites banques des problèmes liés à la loi Dodd-Frank, comme certaines restrictions en matière d'investissements très risqués.

Privatisation et marchandisation des biens publics

Au Canada, le recours disproportionné au système de prêts hypothécaires pour sauver les banques et relancer l'économie a entraîné de graves distorsions sur le marché qui ont contribué à détourner les capitaux de l'investissement productif vers un secteur immobilier déjà surchargé (Walks, 2014).

L'économie américaine est également passée d'une économie productive fondée sur l'industrie et la technologie à une économie extractive axée sur les finances et la technologie au début des années 1980. Depuis lors, les États-Unis ont accumulé un déficit persistant de la balance des paiements. En moyenne, la croissance du PIB américain de 1990 à 2020 (1,1 %) a été inférieure de moitié à celle de 1950 à 1990 (2,2 %). La tendance en Europe est encore plus marquée : la croissance économique a été inférieure d'un tiers de 1990 à 2020 (0,9 %) à ce qu'elle était de 1950 à 1990 (3,3 %).

La raison pour ceci est que les inégalités économiques ont considérablement augmenté au Canada, aux États-Unis et en Europe depuis l'ère néolibérale de Margaret Thatcher et Ronald Reagan (Piketty, 2019). Par exemple, les salaires réels aux États-Unis ont augmenté régulièrement de 1850 à 1973; néanmoins, aujourd'hui, ils n'ont pas retrouvé leur niveau atteint en 1973 (Varoufakis, 2011). En ce sens, la plupart des sociétés se trouvent dans un cercle vicieux d'inégalités croissantes et affichent une faible croissance. Pour les raisons susmentionnées, l'économie productive donne rarement des rendements élevés.

Les fonds de pension disposent également d'une grande disponibilité de capitaux. Une somme d'argent considérable est donc prête à être investie. Mais ce qui est peut-être plus important encore, la Fed a un pouvoir presque illimité de créer de l'argent. Comme nous l'avons vu ci-dessus, la Fed utilise ce pouvoir les restrictions que les autres banques centrales devraient prendre en compte pour préserver la valeur de leur devise. Ainsi, la Fed a inondé le système

financier américain de dollars depuis les années 1980. Ces innovations financières ont été au cœur de la puissance du régime américain « Dollar-Wall Street » et de l'essor de la mondialisation (Gowan, 2019; Cox, 2009).

Le néolibéralisme a encouragé la privatisation des biens et services publics. Il s'agit généralement de besoins fondamentaux tels que l'énergie, la santé, le transport ou le logement, car les gens doivent les satisfaire. Le fait d'avoir transféré la satisfaction des besoins de base du secteur public au secteur privé a permis au secteur financier de pénétrer dans ces secteurs.

Au Canada et à l'étranger, la production publique de biens et de services a considérablement pris de l'ampleur après la Seconde Guerre mondiale. Le gouvernement du Canada a recours à des entreprises d'État pour mettre en œuvre des politiques publiques depuis de nombreuses décennies. La plupart des gouvernements provinciaux ont nationalisé des secteurs qu'ils considéraient comme des monopoles naturels, par exemple, la production et la distribution d'électricité, ou des secteurs considérés comme essentiels pour le développement des économies provinciales (Levac & Woolridge, 1997). Cependant, la détérioration des régimes fiscaux progressifs a entraîné des déficits publics, et de nombreux gouvernements se sont lancés dans des programmes de privatisation. Le Canada a privatisé des sociétés d'État comme les Chemins de fer nationaux, la Corporation de développement du Canada et Petro-Canada. L'Alberta, la Nouvelle-Écosse (Levac et coll., 1997) et l'Ontario ont également privatisé partiellement leurs services publics d'électricité (Hydro One, 2016).

La privatisation a également visé les droits de la personne tels que la santé, les soins de longue durée (Brown, 2022) et l'éducation. Au cours de l'année universitaire de 1988-1989, les frais de scolarité représentaient en moyenne 11 % des revenus des universités, contre 28 % en 2017-2018. Au cours de la même période, la part du financement public a chuté de 71 % à 47 %, laissant les établissements d'enseignement postsecondaire dépendre de frais de scolarité de plus en plus inabornables (Tranjan, 2021). La privatisation a profité à l'industrie financière de certains pays, notamment les États-Unis, dont l'industrie financière peut tirer profit des besoins fondamentaux dans le monde entier grâce au « privilège exorbitant » de frapper la monnaie de réserve mondiale. Parmi les 25 plus grandes sociétés de financement par capitaux propres du monde en termes de fonds levés, 18 viennent des États-Unis, deux du Royaume-Uni et un (Brookfield) du Canada (Wallach, 2020). Le logement est devenu la principale cible des sociétés de capital-investissement en raison de sa marchandisation.

Le cadre réglementaire des prêts hypothécaires

« L'endettement des ménages présente toujours des risques pour l'économie et la stabilité financière, et son importance même signifie que les risques qu'il comporte seront parmi nous pendant un certain temps. » Stephen Poloz, 9^e gouverneur de la Banque du Canada et membre du conseil d'administration de la Banque des règlements internationaux (2018).

Le système financier est fortement connecté au-delà des frontières. Les banques prêtent et empruntent d'énormes sommes d'argent auprès de banques et d'organismes d'investissements étrangers. Étant donné que le risque que les problèmes financiers d'un pays se propagent au système financier international est élevé, les gouvernements traitent ce risque par l'entremise d'organismes internationaux.

L'organisme le plus important qui permet de contrôler le système bancaire à l'échelle mondiale est la Banque des règlements internationaux (BRI), dont le siège social est établi à Bâle, en Suisse. La BRI est détenue par 63 banques centrales, représentant des pays du monde entier qui, ensemble, représentent environ 95 % du PIB mondial. Elle est considérée comme la banque des banques centrales et établit le cadre réglementaire international des institutions financières de dépôt (banques commerciales et caisses d'épargne).

La Banque des règlements internationaux de Bâle (BRI)^{xi}

Le développement de marchés financiers mondialisés exige un superviseur commun par souci de prudence. Les normes de surveillance et les exigences en matière de capital sont différentes d'un pays à l'autre. Les déficiences du système financier sont devenues totalement évidentes lors de la crise financière mondiale. C'est pourquoi le CBCB a élaboré un nouveau cadre pour les services bancaires connus sous le nom de Bâle III. Le G20 a approuvé l'accord de Bâle III en novembre 2010.

La BRI a déterminé que l'octroi massif de prêts hypothécaires était la principale cause de la crise financière mondiale. C'est pourquoi Bâle III a établi un cadre plus strict pour la solvabilité des banques et surtout pour l'octroi de prêts hypothécaires. Cependant, certains pays ont contourné ces exigences, comme nous le verrons plus loin dans le texte.

Il est essentiel de souligner que Bâle ne réglemente pas l'ensemble du système financier. La portée du contrôle bancaire exclut la plupart des sociétés de capital-investissement, malgré leurs liens étroits avec les banques commerciales. Les entités bancaires parallèles peuvent investir dans le logement sans limites réglementaires, mais elles ne peuvent pas accorder de prêts hypothécaires. Par conséquent, les entités bancaires parallèles ont fortement investi dans le logement pour louer ou vendre les unités achetées. Les activités bancaires parallèles ne sont ni réglementées ni supervisées puisqu'elles se déroulent dans des paradis fiscaux. Ces entités représentent un risque pour l'ensemble du système financier qu'aucune institution internationale n'a encore réussi à atténuer.

Le troisième accord de Bâle (Bâle III)

L'objectif du Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB) est d'empêcher de propager les problèmes financiers d'une banque ou d'un pays au système financier international. La réglementation de Bâle vise donc à ce que les banques ne prennent pas de risques excessifs

pour leurs ressources. Ainsi, Bâle établit les niveaux minimaux du capital d'une banque en fonction du risque qu'elle a pris. Les autorités de contrôle bancaire utilisent les actifs pondérés en fonction des risques pour déterminer le minimum que les banques doivent détenir. L'accord de Bâle définit le capital et calcule le risque en fonction des caractéristiques de chaque détail d'un investissement. Le capital minimum de la banque par rapport à ses actifs pondérés en fonction des risques est de 10,5 % (exigence de capital total de 8 % et tampon de conservation du capital de 2,5 %).^{xii}

Alors que l'approche normalisée de Bâle II attribuait une pondération de risque uniforme à toutes les hypothèques résidentielles, les pondérations du risque des hypothèques dépendent du ratio prêt/valeur de l'hypothèque selon Bâle III. La valeur d'emprunt est un bon indicateur du risque encouru par le prêteur ou l'emprunteur. Plus la valeur d'emprunt est élevée, plus le risque est important (Kokko, 2019). Si la mise de fonds n'atteint pas 20 % de la valeur d'emprunt, les exigences de Bâle en matière de capital augmentent de manière drastique.^{xiii}

Comme on l'a déjà mentionné, les banques financent généralement leurs opérations immobilières par l'émission de titres adossés à des créances hypothécaires sur les marchés financiers. La BRI établit que pour bénéficier d'un facteur de pondération du risque réduit prévu par Bâle III, l'immobilier résidentiel doit respecter un ratio prêt/valeur de 80 % ou moins (Banque des règlements internationaux, 2020).^{xiv}

Ainsi, dans le cas de l'octroi de prêts hypothécaires avec un ratio prêt/valeur de 80 % ou plus, la banque augmenterait considérablement ses exigences en matière de capital. De cette manière, Bâle III a déterminé que la mise de fonds standard des prêts hypothécaires était de 20 % de la valeur d'emprunt dans le monde entier. Le modèle de logement de l'Europe centrale a inspiré cette politique imposant des restrictions strictes aux banques commerciales relativement aux prêts hypothécaires (Zabai, 2017). Si une maison a une valeur de 250 000 \$, la mise de fonds doit être d'au moins 50 000 \$. Il faut y ajouter les droits de mutation sur l'achat de biens immobiliers et les honoraires professionnels (agences immobilières, avocats, notaires, registre des propriétés).

Cette restriction a mené à l'exclusion de personnes qui ne peuvent ni épargner ni hériter d'un capital considérable provenant d'un bien immobilier. Bâle III a défini un nouveau modèle de logement dans le monde entier, notamment dans les pays qui avaient fondé leur politique de logement sur l'accès à la propriété par l'endettement, comme l'Espagne, l'Irlande ou les États-Unis. Comme ces pays ont fondé leur système de logement sur la propriété, il n'y a ni protection juridique suffisante pour les locataires ni offre suffisante de logements publics. Ce changement a provoqué un « choc du logement » dans ces sociétés depuis la mise en œuvre de Bâle III en 2011 (Hearne, 2020). Toutefois, comme nous le verrons plus loin, certains pays comme le Canada et le Royaume-Uni ont contourné les exigences de Bâle III en matière de mise de fonds par une intervention publique.

Mise en œuvre de Bâle III au Canada et dans d'autres pays du Commonwealth

Le Royaume-Uni, le Canada, l'Australie et la Nouvelle-Zélande fondent leur système de logement sur l'accession à la propriété et l'endettement au moyen de prêts hypothécaires. C'est pourquoi leurs gouvernements ont accordé des subventions publiques pour contourner l'obligation de verser une mise de fonds de 20 %. Dans les pays mentionnés, il suffit de verser

une mise de fonds de 5 % de valeur d'emprunt à long terme en raison de l'intervention publique. Les programmes de logement suivent le même modèle dans ces quatre pays, qui sont tous membres du Commonwealth des Nations depuis sa formation en 1931.

Le rôle de la Société canadienne d'hypothèques et de logement dans l'endettement

L'accès à la propriété est un concept central du discours de l'actuel gouvernement fédéral du Canada, qui définit le foyer par la propriété (Tasker, 2021). Par exemple, la devise du plan libéral pour le logement « *Un chez-soi pour tous* » se présente comme suit : « *Chaque Canadien mérite un chez-soi. Cependant, pour bien des gens, les jeunes en particulier, le rêve d'avoir sa propre propriété semble devenir hors de portée* » (Parti libéral du Canada, 2021).

La Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) est une société d'État qui joue un rôle de premier plan dans le système de logement canadien puisqu'elle assure les prêts hypothécaires émis par les banques et titrise les prêts hypothécaires. Le gouvernement canadien a lancé les Obligations hypothécaires du Canada en 2001 (OHC). Dans le cadre de ce programme, la SCHL achète les prêts hypothécaires initiaux des banques, ce qui leur permet de libérer du capital pour accorder davantage de prêts hypothécaires (Walks, 2014) et, par conséquent, le programme d'OHC alimente la bulle immobilière. Au lendemain de la crise financière mondiale, la SCHL a acheté des [titres adossés à des créances hypothécaires](#) d'une valeur de 137 milliards de dollars directement auprès des banques afin de maintenir le marché hypothécaire.

Assurance hypothécaire de la Société canadienne d'hypothèques et de logement (SCHL) (SCHL, 2021) par rapport aux régimes du Royaume-Uni, de la Nouvelle-Zélande et de l'Australie

La SCHL offre une assurance de prêt hypothécaire lorsque l'emprunteur ne peut pas verser la mise de fonds standard de 20 %.

Le gouvernement a prévu une série de subventions pour contourner la mise de fonds de 20 % de la valeur d'emprunt, qui est la restriction la plus critique de Bâle III à l'accès à la propriété. De cette façon, les banques commerciales peuvent contourner les restrictions de Bâle III. Si une maison a une valeur de 500 000 \$, l'emprunteur n'a besoin que de 25 000 \$ (5 % de la valeur totale) au lieu des 100 000 \$ (20 % de la valeur totale) prévus par Bâle III.

L'assurance hypothécaire de la SCHL, le régime de garantie hypothécaire du Royaume-Uni^{xv}, le régime de premier prêt pour accédant à la propriété de la Nouvelle-Zélande^{xvi} et le régime de dépôt de prêt pour accédant à la propriété de l'Australie^{xvii} visent le même objectif. Ces programmes offrent aux banques la possibilité d'acheter une garantie du gouvernement pour les prêts hypothécaires pour lesquels l'emprunteur a une mise de fonds de seulement 5 % de la valeur d'emprunt.

Cette assurance protège uniquement le prêteur au cas où l'emprunteur ne puisse pas effectuer ses paiements. Quoi qu'il en soit, les emprunteurs qui contractent un produit hypothécaire dans le cadre de ces régimes resteront responsables des remboursements au même titre qu'un prêt hypothécaire normal. De plus, la population canadienne assume le risque de défaut de paiement puisque la SCHL est une société d'État.

Incitatif à l'achat d'une première propriété comparé aux régimes du Royaume-Uni, de la Nouvelle-Zélande et de l'Australie

L'Incitatif à l'achat d'une première propriété est un prêt hypothécaire avec participation du gouvernement du Canada (SCHL, 2021). Il offre 5 % pour l'achat d'une maison existante et 10 % pour l'achat d'une maison neuve. Cet incitatif signifie que l'emprunteur n'a pas besoin d'épargner une mise de fonds aussi importante pour pouvoir faire face aux dépenses liées à l'hypothèque. L'acheteur doit rembourser l'incitation après 25 ans ou à la vente de la propriété, selon la première éventualité.

Le prêt participatif du R.-U.^{xviii}, le programme de premier partenaire immobilier de la Nouvelle-Zélande^{xix} et le programme d'accession à la propriété partagée de l'Australie^{xx} reproduisent également l'incitatif canadien à l'achat d'une première propriété.

Montant pour l'accession à la propriété

Grâce à ce programme, les acheteurs d'un premier logement peuvent demander 5 000 \$ pour l'achat d'un logement admissible dans leur déclaration de revenus (gouvernement du Canada, 2021). Le montant des régimes d'aide à l'accession à la propriété en Nouvelle-Zélande^{xxi} et en Australie^{xxii} est également très similaire à celui du Canada. De même, le gouvernement britannique propose d'autres programmes pour favoriser l'accès à la propriété. Il s'agit de Stamp Duty exemptions, Shared Ownerships et First Homes.

Régime d'accession à la propriété

Le Régime d'accession à la propriété (RAP) est un programme qui permet aux emprunteurs de retirer des fonds de leur régime enregistré d'épargne-retraite (REER) pour acheter ou construire une habitation admissible pour eux-mêmes ou pour une personne handicapée apparentée (gouvernement du Canada, 2021). La limite de retrait au titre du RAP est de 35 000 \$.

De « Right to Buy » (droit à l'achat) à « Help to Buy » (aide à l'achat) : une question controversée pour la Banque d'Angleterre

Le discours du parti conservateur britannique associe la propriété au progrès individuel et aux valeurs familiales. Ainsi, cette idéologie s'est concrétisée à travers les régimes d'aide à l'achat qui rappellent la politique du droit à l'achat de Margaret Thatcher. Le gouvernement conservateur britannique a mis en place des programmes d'aide à l'achat en 2013 pour contourner les restrictions de Bâle III qui étaient sur le point d'être mises en œuvre par la réglementation de l'Union européenne.^{xxiii} Le chancelier de l'Échiquier, George Osborne, a décrit le régime d'aide à l'achat en 2013 comme « *la plus grande intervention du gouvernement sur le marché du logement depuis le programme "Right to Buy" »* des années 1980.

Les programmes d'aide à l'achat sont une question fondamentale pour le parti conservateur.^{xxiv} Néanmoins, le gouverneur sortant de la Banque d'Angleterre, Sir Mervyn King, a émis une mise en garde contre l'aide à l'achat en 2013 (BBC [s.a.], 2013). Sir Mervyn s'est inquiété du fait que « *si le système d'aide à l'achat devenait permanent, il pourrait exposer les contribuables à des milliards de livres de dettes hypothécaires privées pour les années à venir* ».

Sir Mervyn a également déclaré : « *Je suis sûr qu'il n'y a pas de place à long terme pour un programme de ce genre... Il est un peu trop fermé pour s'imbriquer dans un programme général pour garantir des hypothèques.* » Il a ajouté : « *Nous ne devons donc pas laisser ce programme*

se transformer en programme permanent... le moment opportun pour y mettre fin dépendra des conditions économiques du moment ». Pour sa part, le Treasury Select Committee (Comité spécial du Trésor) a averti que le gouvernement serait soumis à une pression « immense » pour prolonger le régime au-delà des trois années approuvées. En effet, les programmes d'aide à l'achat sont toujours en vigueur et sont devenus une question cruciale dans le discours des conservateurs. Ainsi, le gouvernement a accordé 681 000 subventions aux ménages pour l'achat d'un logement depuis 2010 par l'entremise du programme d'aide à l'achat (HM Treasury, 2021).

Les États-Unis

Le gouvernement américain ne fournit pas de subventions publiques pour les mises de fonds sur les prêts hypothécaires. Par exemple, depuis Bâle III, la Federal National Mortgage Association (Fannie Mae) et la Federal Home Loan Mortgage Corporation (Freddie Mac) des États-Unis ne peuvent approuver que des prêts dont le ratio prêt/valeur est de 80 %.

Aux États-Unis, seules les compagnies d'assurance privées peuvent fournir une assurance hypothécaire pour permettre aux gens de se qualifier pour un prêt qu'ils ne pourraient pas obtenir autrement. Par conséquent, la banque reçoit la mise de fonds de 20 % de la valeur d'emprunt et l'acheteur de la maison doit payer l'hypothèque et l'assurance, mais l'assurance ne protège que le prêteur. Lorsque l'acheteur verse une mise de fonds d'au moins 20 %, l'assurance hypothécaire privée n'est pas requise avec un prêt conventionnel.

Évolution de la dette des ménages après la mise en œuvre de Bâle III

La dette des ménages est simplement la combinaison des dettes de toutes les personnes d'un ménage. Les prêts hypothécaires constituent la composante la plus importante de la dette des ménages (OCDE, 2016). Selon le FMI :

À court terme, une augmentation du ratio d'endettement des ménages est susceptible de stimuler la croissance économique et l'emploi. Mais au bout de trois à cinq ans, ces effets s'inversent. La croissance est plus faible qu'elle ne l'aurait été autrement, et les chances d'une crise financière augmentent. (Valckx, 2017)

L'expansion de la dette des ménages provient des politiques qui ont transformé le logement en une marchandise dont les forces du marché tirent profit. Jusqu'aux gouvernements de Margaret Thatcher et de Ronald Reagan, l'endettement des ménages est resté à des niveaux faibles dans le monde entier. Ces politiques ont considérablement augmenté la dette des ménages depuis 1980. Au Canada, la dette des ménages représentait 46 % du PIB en 1980 et 101 % en 2019. Il représentait 30 % du PIB du Royaume-Uni en 1980, mais il a atteint 96 % en 2009. La tendance aux États-Unis est similaire : la dette des ménages s'élevait à 50 % du PIB en 1980, mais elle a augmenté jusqu'à 99 % en 2007. Cette tendance à l'égard de l'endettement des ménages s'est également répandue dans de nombreux pays occidentaux depuis 1980 (FMI, 2021).

Quoi qu'il en soit, les niveaux élevés d'endettement des ménages dans les pays occidentaux ont suscité de vives inquiétudes à la suite de la crise financière mondiale. Ainsi, l'un des principaux objectifs de Bâle III était de réduire la dette des ménages en établissant des conditions plus strictes à l'égard des prêts hypothécaires (FMI, 2021).

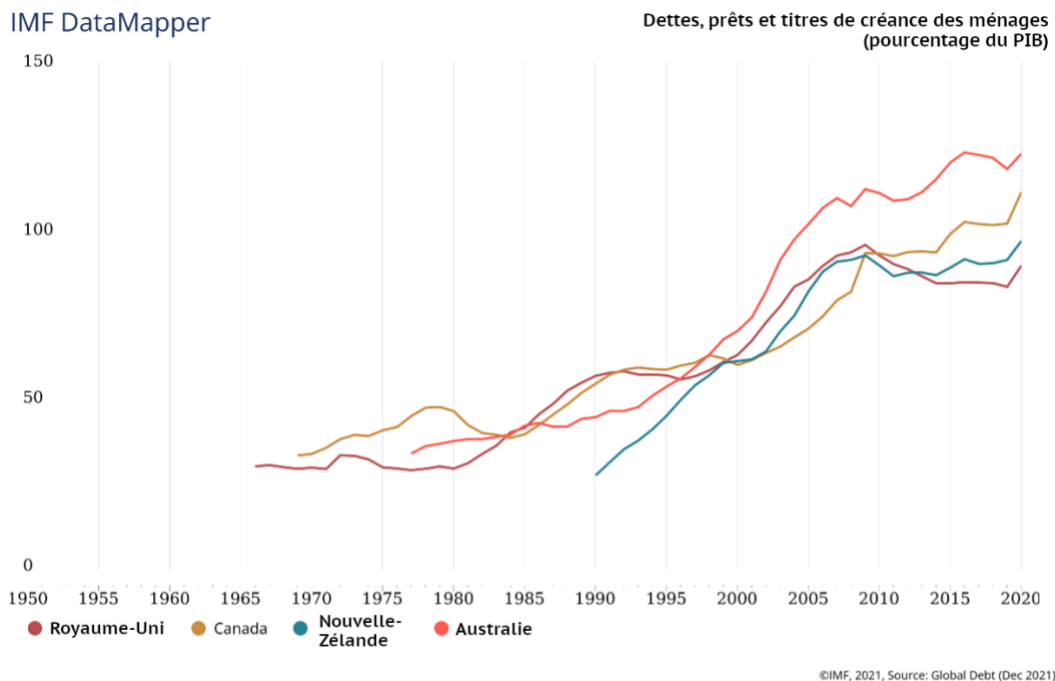
Cependant, certains pays ont choisi de contourner les contraintes de Bâle III. Cette section analyse la relation entre l'imposition d'une mise de fonds de 20 % et le niveau d'endettement des ménages.

Les pays du Commonwealth qui contournent les exigences de Bâle III : Canada, Australie, Royaume-Uni et Nouvelle-Zélande

La dette des ménages est très élevée dans ces pays : en 2020, elle représentait 112 % du PIB au Canada, 124 % en Australie, 98 % en Nouvelle-Zélande et 90 % au Royaume-Uni (FMI, 2022). En 2013, la dette des ménages était de 93 % au Canada, de 112 % en Australie, de 88 % en Nouvelle-Zélande et de 87 % au Royaume-Uni. Ainsi, la dette des ménages a considérablement augmenté depuis la mise en œuvre de Bâle III en 2013, notamment au Canada (+19 %), en Australie (+12 %) et en Nouvelle-Zélande (+10 %). Le Royaume-Uni a enregistré une légèrement hausse de l'endettement des ménages (+3 %), bien qu'il disposait de systèmes de garantie des prêts hypothécaires avant la mise en œuvre de Bâle III.

La tendance au Canada est particulièrement inquiétante. De 2019 à 2020, la dette des ménages a augmenté de 9,38 % du PIB. Il s'agit de la quatrième augmentation la plus importante dans le monde (après la Thaïlande, l'Islande et la Norvège). Au cours des années qui ont précédé l'éclatement de la bulle immobilière aux États-Unis (2000-2007), la dette des ménages n'a jamais augmenté de plus de 6 % du PIB américain en un an (FMI, 2022).

Figure 1 : La dette des ménages. Évolution au Canada, au Royaume-Uni, en Nouvelle-Zélande et en Australie

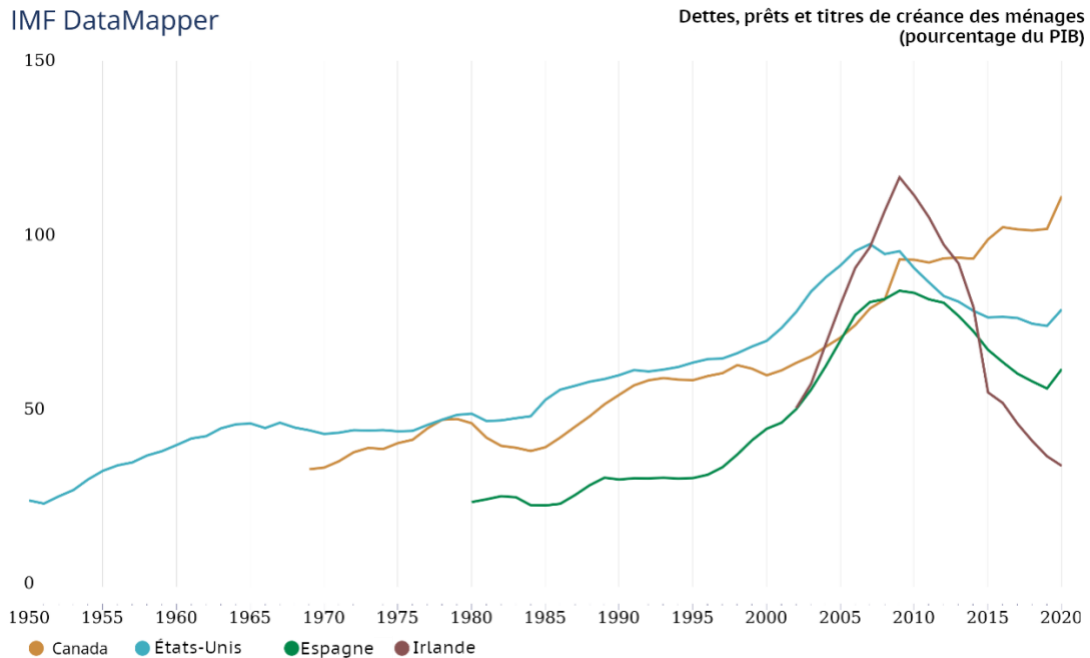


Les pays les plus durement touchés par la crise financière mondiale : les États-Unis, l'Espagne et l'Irlande (FMI, 2022)

Le niveau d'endettement des ménages atteint 80 % du PIB aux États-Unis, 63 % en Espagne et 35 % en Irlande. En 2013, l'endettement des ménages était de 82 % aux États-Unis, de 78 % en Espagne et de 93 % en Irlande. Par conséquent, l'endettement des ménages a diminué dans ces

pays depuis la mise en œuvre de Bâle III en 2013 : -2 % aux États-Unis, -15 % en Espagne et -58 % en Irlande. La baisse de la dette des ménages est encore plus importante si l'on compare la dette actuelle des ménages de ces pays à celle de 2007. Comme nous pouvons le voir ci-dessous, l'évolution de la dette des ménages depuis 2013 est contraire à l'évolution de la dette des ménages canadiens.

Figure 2 : La dette des ménages. Évolution au Canada, aux États-Unis, en Espagne et en Irlande

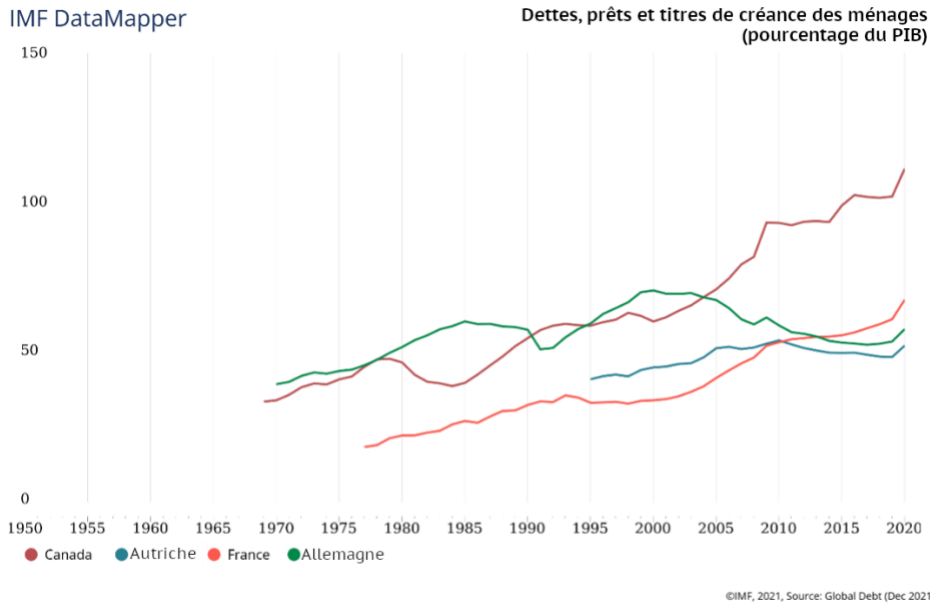


©IMF, 2021, Source: Global Debt (Dec 2021)

Les pays qui avaient imposé des mises de fonds de 20 % avant Bâle III : Allemagne, Autriche et France (FMI, 2022)

Le niveau d'endettement des ménages atteint 58 % du PIB en Allemagne, 53 % en Autriche et 68 % en France. En 2013, la dette des ménages était de 56 % en Allemagne, 51 % en Autriche et 56 % en France. Ainsi, le niveau d'endettement des ménages s'est maintenu en Autriche et en Allemagne et il a augmenté en France (12 %), mais est resté à des niveaux modérés. Par conséquent, la mise de fonds minimum de 20 % du prêt hypothécaire à long terme a permis à ces pays de maintenir la dette des ménages à des niveaux sages.

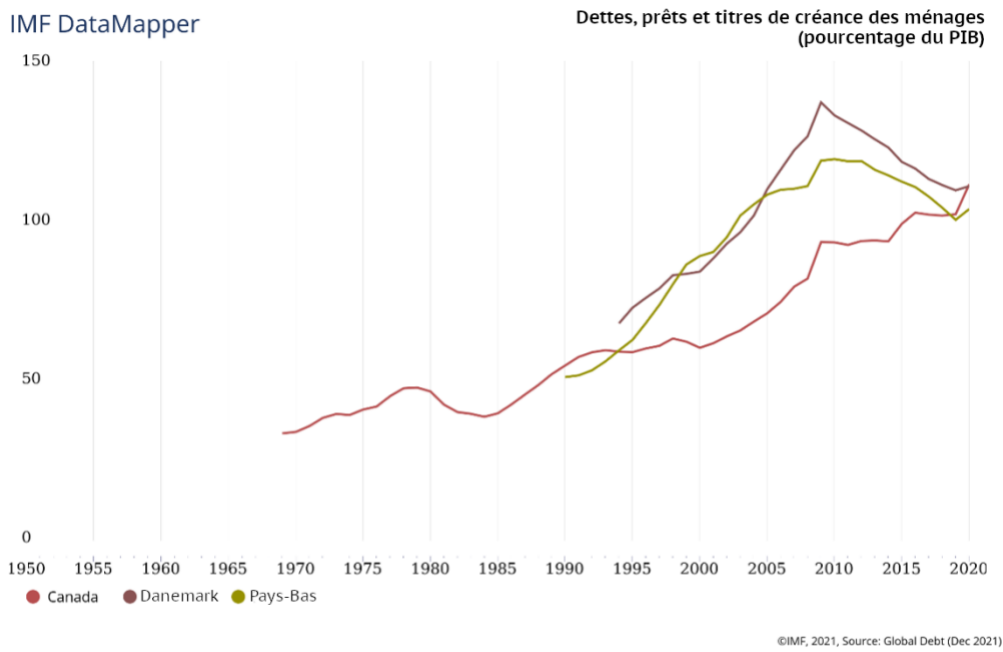
Figure 3 : La dette des ménages. Évolution au Canada, en Autriche, en France et en Allemagne



Pays nordiques dont les niveaux d'endettement des ménages sont élevés : les Pays-Bas et le Danemark (FMI, 2022)

Le niveau d'endettement des ménages est de 104 % du PIB aux Pays-Bas et de 112 % au Danemark. En 2013, la dette des ménages était de 117 % du PIB aux Pays-Bas et de 126 % au Danemark. Ainsi, l'endettement des ménages a diminué de manière constante dans les deux pays depuis Bâle III. Par conséquent, la tendance de l'endettement des ménages depuis 2013 est inverse à la tendance de l'endettement des ménages canadiens.

Figure 4 : La dette des ménages. Évolution au Canada, aux Pays-Bas et au Danemark



Répercussions des niveaux élevés d'endettement des ménages au Canada

Les jeunes familles et les familles immigrantes ont les niveaux d'endettement relatifs les plus élevés au Canada (Walks, 2014). Les personnes nées au Canada ont 60 % moins de chances que les immigrants d'avoir un ratio du service de la dette total élevé (Hurst, 2011)^{xxv}. Parmi les types de famille, les familles monoparentales avec enfants présentaient le ratio de la dette au revenu le plus élevé. Les familles monoparentales avaient un ratio de la dette au revenu de 227 %, contre 170 % pour les familles en couple avec enfants (Hurst, 2011).

La distribution de la dette des ménages est régressive (Walks, 2013). La croissance urbaine a donc entraîné de nouvelles vulnérabilités importantes, principalement liées aux coûts du logement et aux prêts hypothécaires importants, et cela est particulièrement évident dans les villes mondiales du Canada (Walks, 2013).

Surcharge du coût du logement chez les propriétaires à faible revenu ayant un prêt hypothécaire (OCDE, 2019)

L'octroi de prêts hypothécaires sans mise de fonds importante implique également l'augmentation du pourcentage de surcharge du coût du logement parmi les propriétaires à faible revenu ayant un prêt hypothécaire.

Ainsi, la Nouvelle-Zélande est le pays au monde où la surcharge du coût du logement est la plus importante chez les propriétaires à faibles revenus ayant un prêt hypothécaire (42 %). Le Canada est le troisième au monde (41 %) puis le Royaume-Uni arrive au dixième rang (31 %) (OCDE, 2019). Au contraire, les pays qui avaient imposé des mises de fonds de 20 % avant Bâle III présentent des niveaux modérés de surcharge du coût du logement chez les propriétaires à faible revenu ayant un prêt hypothécaire : Allemagne 21 %, Autriche 16 % et France 14 %.

Principaux agents de la financiarisation du logement

Les sociétés de capital-investissement ont pénétré le marché du logement en tant que sociétés immobilières. Le schéma suivant explique le rôle des principaux acteurs :

Les banques centrales, notamment la Fed, peuvent créer de l'argent à partir de rien grâce à différents mécanismes. Ensuite, les banques commerciales peuvent leur emprunter des prêts à un faible taux d'intérêt. Les sociétés de capital-investissement accumulent des capitaux dans des fonds d'investissement basés dans des paradis fiscaux comme les îles Caïmans ou les Bermudes. Ces capitaux proviennent principalement de fonds de pension, de fonds souverains et de particuliers fortunés. L'échéance habituelle de ces investissements est de cinq ans. Avec les propres ressources de la société de capital-investissement, c'est du capital prêt à être investi. Une fois l'argent collecté dans le fonds d'investissement, les gestionnaires de fonds de capital-investissement fixent un objectif souvent lié aux besoins fondamentaux, comme le logement.

Enfin, les banques commerciales prêtent une part importante de la valeur d'achat ciblée aux sociétés de capital-investissement avec une échéance moyenne de cinq ans. Ainsi, grâce à l'effet

de levier, les gestionnaires de fonds de capital-investissement peuvent réaliser des investissements élevés.

Entités bancaires parallèles

Les sociétés de financement par capitaux propres adoptent différentes formes juridiques. Par exemple, Cerberus est une société en commandite et Blackstone est une société cotée en bourse. Néanmoins, leur mode de fonctionnement est semblable. Tout d'abord, ces sociétés créent des fonds d'investissement dans des paradis fiscaux pour accumuler des capitaux. Bien que ces entreprises aient établi leur siège dans des villes comme Londres, Toronto ou New York, leurs investissements passent par des administrations qui assurent l'anonymat et excluent les obligations fiscales et les responsabilités (Sassen, 2012). Il n'y a donc aucun contrôle public ou privé de ces fonds bancaires parallèles. Le secteur bancaire parallèle, largement lié aux fonds spéculatifs mondiaux et aux sociétés financières américaines, est entré sur le marché canadien surtout après 2001 et a commencé à proposer des prêts hypothécaires sans mise de fonds et à risque (Walks, 2014).

Les sociétés de financement par capitaux propres collectent de l'argent auprès d'intermédiaires financiers, de fonds de pension, de fonds souverains ou de particuliers fortunés qui investissent des sommes considérables dans ces fonds d'investissement en échange d'un taux d'intérêt supérieur à celui du marché normal. Les investisseurs ne disposent pas de renseignements sur les objectifs réels du fonds. Par conséquent, les gestionnaires de la société de capital-investissement peuvent l'investir là où ils le jugent approprié. Un fonds d'investissement n'est pas une personne morale et seule la société de capital-investissement peut agir au nom du fonds.

Comme on l'a déjà mentionné, les sociétés de financement par capitaux propres ont ciblé le marché du logement comme étant le meilleur créneau pour réaliser des profits importants. Blackstone a annoncé en 2020 la création du plus grand fonds immobilier européen de tout temps (Blackstone, 2020). De même, BlackRock est le principal actionnaire de Vonovia, le plus grand propriétaire d'Allemagne, qui possède environ 400 000 logements (Vonovia, 2021).

Fonds de pension

Les fonds de pension sont des intermédiaires financiers qui offrent une assurance sociale en fournissant un revenu aux assurés après leur retraite.

La gestion des pensions est essentiellement privée aux États-Unis et dans d'autres pays comme les Pays-Bas, où l'État se contente de garantir une pension de base. Les fonds de pension américains disposent donc d'un énorme capital à investir. Ainsi, la valeur des actifs des fonds de pension américains était équivalente à environ 140 % du PIB américain en 2019, sa valeur au Canada était de 160 % du PIB (OCDE, 2020), de 122 % au Royaume-Uni, de 200 % aux Pays-Bas, mais de seulement 25 % du PIB dans la zone euro (Banque centrale européenne, 2020), puisque les pensions publiques de sécurité sociale sont plus importantes dans presque tous les pays de la zone euro.

Les fonds de pension jouent également un rôle déterminant sur les marchés financiers en tant qu'investisseurs institutionnels (Banque centrale européenne, 2020). Par exemple, les gestionnaires de fonds de pension ont tendance à investir dans des sociétés de capital-

investissement. (Banque centrale européenne, 2020). Ainsi, les fonds de pension sont les principaux bailleurs des fonds d'investissement des sociétés de capital-investissement.

Investisseurs individuels

Les investisseurs individuels fortunés jouent également un rôle important en investissant dans les fonds des sociétés de financement par capitaux propres à cause de l'accumulation récente de richesses. Selon l'ancien gouverneur de la Banque du Canada et de la Banque d'Angleterre, Mark Carney, la part de la richesse détenue par les 1 % des Américains les plus riches est passée de 25 % en 1990 à 40 % en 2012 (Carney, 2016). Au Canada, cette proportion était de 25 % en 2021 (World Inequality Database, 2021).

D'autre part, les activités bancaires parallèles offrent l'anonymat aux investisseurs individuels puisqu'il n'y a aucun contrôle public dans les paradis fiscaux. En outre, les gestionnaires de la société de financement par capitaux propres ne sont pas tenus d'enquêter sur l'origine de l'argent. Les banques dépositaires étant généralement l'intermédiaire le plus proche de l'investisseur final, elles doivent procéder aux vérifications de l'identité de ce dernier et de la provenance de son argent. Ainsi, les banques dépositaires sont responsables de la diligence raisonnable de l'origine légale des fonds (Knobel, 2019).

Cependant, souvent, les banques dépositaires ne parviennent pas à le faire correctement en raison des incitatifs négatifs. Premièrement, elles peuvent perdre un investisseur si elles découvrent l'origine illégale de l'argent et deuxièmement, elles doivent fournir les ressources nécessaires pour mener les enquêtes (Knobel, 2019). Ainsi, la participation des plus grandes banques commerciales au blanchiment d'argent est fréquente. Certaines des principales banques ont commis des crimes de blanchiment d'argent. C'est le cas du Credit Suisse (Prentice & Revill, 2021), la Deutsche Bank (Woodman, 2021) et la HSBC, qui ont été condamnées pour le blanchiment d'argent provenant du trafic de drogue mexicain et colombien (Senate of the USA, 2012).

Fonds souverains

Les États dont la balance des paiements est fortement excédentaire créent généralement des fonds souverains, car leurs banques centrales accumulent une quantité considérable de dollars. Par exemple, l'origine du fonds souverain chinois est l'exportation de biens de consommation. Ainsi, les exportateurs chinois doivent échanger leurs dollars contre la monnaie locale, le renminbi, à la banque centrale chinoise, qui accumule ainsi une quantité étonnante de dollars.

De même, les grands exportateurs de pétrole et de gaz accumulent un nombre énorme de dollars américains, puisqu'ils négocient ces produits dans cette devise. Ainsi, la Norvège, le Koweït, les Émirats arabes unis, l'Arabie saoudite et le Qatar gèrent d'énormes fonds souverains (Sovereign Wealth Fund Institute, 2021).

Les gestionnaires de fonds souverains investissent dans différents actifs pour obtenir un rendement. Ils investissent donc dans l'immobilier, les actifs financiers et les fonds d'investissement.

Certains fonds de pension publics fonctionnent de manière semblable aux fonds souverains. Par exemple, l'Office d'investissement du régime de pensions du Canada, qui mène ses activités sous le nom d'Office d'investissement du RPC, est un investisseur actif dans l'immobilier à

l'échelle mondiale. Ainsi, cette entité a réalisé des investissements importants dans des biens en difficulté en Espagne en achetant d'importants portefeuilles de prêts non productifs (Zuloaga, 2018; Agencias [s.a.], 2020).

Banques commerciales

Les banques ont joué un rôle crucial sur le marché du logement en tant que prêteurs et vendeurs, puisqu'elles ont dû vendre leurs biens immobiliers en difficulté après la crise financière mondiale. Bâle III a établi que les prêts non productifs ont une pondération de risque de 150 % selon sa méthode normalisée. Ainsi, Bâle III a contraint les banques à vendre des créances douteuses pour satisfaire aux exigences en matière de capital. Par la suite, des sociétés de capital-investissement et des particuliers ont acquis des centaines de milliers de logements au cours de la dernière décennie.

Comme on l'a déjà mentionné, les banques jouent également un rôle crucial en tant que prêteurs hypothécaires et principaux bailleurs de fonds des sociétés de capital-investissement. Ainsi, les banques commerciales prêtent une part importante de la valeur d'achat aux sociétés de financement par capitaux propres avec une échéance moyenne de cinq ans. Les banques financent généralement 80 % des achats lors d'investissements opportunistes en raison des contraintes de Bâle III.

Cependant, les investissements à long terme ont un niveau d'effet de levier plus faible. Par exemple, le 2 novembre 2020, Starlight Investments et KingSett Capital ont conclu l'acquisition de la fiducie de placement immobilier Northview Apartment pour un montant de 4,9 milliards de dollars, la Banque Canadienne Impériale de Commerce (CIBC) agissant en tant qu'unique preneur ferme du financement de 2,4 milliards de dollars. Il s'agit de la plus grande transaction multirésidentielle de l'histoire du Canada (McCarthy, 2020).

Stratégies d'investissement

Les sociétés immobilières ont diverses stratégies pour différents types de propriétés (August, 2020). Ces stratégies peuvent être classées comme « de base », « à valeur ajoutée » et « opportunistes » en fonction de la typologie du bien. L'emplacement, la concentration d'unités au sein d'un même immeuble en copropriété et la qualité de l'habitation sont les facteurs les plus pertinents pour classer une propriété.

Comme nous l'avons dit plus haut, les investissements opportunistes sont des opérations à court terme dont la durée standard est de cinq ans. Cependant, les investissements « à valeur ajoutée » et surtout « de base » peuvent être conçus pour le moyen ou le long terme.

Investissements opportunistes

Les sociétés de capital-investissement réalisent des investissements opportunistes dans des propriétés en difficulté. À la suite de la crise financière mondiale en Irlande, en Espagne ou aux États-Unis, les banques ont dû vendre des millions d'actifs immobiliers, principalement en raison des exigences de Bâle III. Bien que les gouvernements aient renfloué ces banques commerciales,

ils ont ensuite privatisé les actifs immobiliers. En outre, les banques ont dû se débarrasser d'énormes portefeuilles immobiliers. Les sociétés de capital-investissement avaient donc une excellente occasion pour faire des affaires.

Comme nous l'avons déjà mentionné, les sociétés de capital-investissement mobilisent leurs opérations opportunistes. De cette façon, elles collectent les énormes sommes d'argent nécessaires à l'achat de tels portefeuilles immobiliers. Ces sociétés empruntent généralement 80 % des transactions auprès de banques commerciales. En outre, elles empruntent aussi environ 13 % de la valeur de la transaction aux fonds d'investissement qu'elles ont créés, et seulement 7 % environ proviennent de leurs propres ressources (Gabarre, 2021). Puisque les prêts ont une échéance moyenne de cinq ans, les gestionnaires de fonds d'investissement privés doivent vendre les actifs au cours de cette période pour rembourser les prêts.

Ces portefeuilles sont généralement dispersés, car ils proviennent de maisons saisies, de terrains et de prêts non productifs accordés à des promoteurs immobiliers. Ainsi, ces types d'actifs ne sont pas adaptés à la location puisque leur gestion pourrait être chaotique. Les fonds opportunistes ont acheté ces actifs à un prix très bas pour les vendre en série à des entreprises propriétaires à court terme ou les vendre à des particuliers sur le marché du logement.

Les fonds opportunistes tels que Blackstone, Lone Star, Apollo, Cerberus, Texas Pacific Group ou Fortress ont été très présents dans les pays les plus touchés par la crise financière mondiale (Gabarre, 2021; Alderman, 2016).

Investissements à valeur ajoutée

Les investisseurs à valeur ajoutée ciblent les propriétés dont le potentiel de profit est plus important que le rendement actuel. La réévaluation peut provenir du potentiel touristique de la propriété ou de l'embourgeoisement. Ainsi, certaines sociétés immobilières investissent dans ce type de propriétés. Le plan d'affaires consiste à remplacer les locataires actuels par de nouveaux locataires aux revenus plus élevés ou à louer la propriété par l'entremise de plateformes touristiques telles que Airbnb.

Bien que Blackstone mène principalement ses activités en tant qu'investisseur opportuniste, sa devise « Buy it, fix it, sell it » (achète-la, rénove-la, vends-la) renvoie aux investissements à valeur ajoutée. Dans ce sens, le Danemark a récemment promulgué une loi connue sous le nom d'« intervention Blackstone » pour freiner les augmentations de loyer et la spéculation sur les logements privés fondés sur des stratégies de valeur ajoutée. Le Danemark a donc adopté les mesures suivantes le 1^{er} juillet 2020 (Schwarz-Hansen, 2020) :

- Le loyer des locations rénovées ne doit pas dévier de la valeur de la location. Les tribunaux des loyers ou les cours de justice établissent la valeur en fonction de locations comparables. Si le loyer est supérieur à la valeur de la location, le locataire peut demander une réduction de loyer.
- Il est interdit d'offrir de l'argent ou d'autres avantages pour résilier un contrat de location.
- Un investisseur immobilier ne peut augmenter le loyer des appartements locatifs après rénovation qu'après cinq ans de possession.

Investissements de base

L'engagement principal des fonds de pension consiste à payer les pensions de retraite de leurs affiliés. Par conséquent, leurs gestionnaires recherchent généralement des investissements sûrs qui génèrent des flux de trésorerie fiables. Ainsi, les fonds de pension ciblent les actifs immobiliers de base, qui sont des actifs stables et bien entretenus, générant des flux de trésorerie fiables (August, 2020).

BlackRock, le plus grand gestionnaire d'actifs au monde, déclare ce qui suit au sujet des fonds de pension :

Nous comprenons les défis auxquels les pensions publiques sont confrontées. Avec la baisse des taux d'intérêt et l'augmentation de la volatilité des marchés, de nombreux régimes ont du mal à atteindre leurs taux de rendement cible à long terme tout en conservant des liquidités suffisantes pour faire face aux sorties annuelles. Pour vous aider, nous proposons une gamme complète de stratégies d'investissement sur les marchés publics et privés. (BlackRock, 2021)

Ainsi, BlackRock ne réalise pas d'investissements opportunistes ou à valeur ajoutée. BlackRock investit dans des sociétés immobilières dont les propriétés sont situées dans des environnements socio-économiques stables pour l'immobilier. Par conséquent, BlackRock n'a pas investi dans les pays périphériques de l'Union européenne. À l'inverse, BlackRock est le principal actionnaire de Vonovia, le plus grand propriétaire d'Allemagne, qui possède environ 400 000 logements (BlackRock, 2021).

Dans ce sens, les sociétés de placement immobilier (SPI) offrent de bonnes possibilités d'investissements stables à long terme. Même si le portefeuille d'une SPI peut comporter de biens immobiliers opportunistes et à valeur ajoutée, généralement les portefeuilles des SPI consistent de biens immobiliers situés dans des environnements socio-économiques sûrs, que ce soit dans un bâtiment ou une zone.

Quoi qu'il en soit, l'exploitation d'un bien immobilier ne nécessite pas de véhicule juridique particulier puisqu'il s'agit d'une entreprise classique. L'objectif de la création d'une loi spécifique pour les SPI est donc d'accorder des avantages fiscaux au secteur financier. En ce sens, le secteur financier a réussi à faire pression pour que les FPI soient exemptées de l'impôt sur les sociétés dans près de 40 pays, dont le Canada.

Le secteur financier a créé des associations territoriales afin d'influencer les politiques. NAREIT, en tant que porte-parole auprès des décideurs politiques américains, dirige le secteur américain des SPI depuis près de 60 ans (NAREIT, 2021).

Les membres de REALpac incluent 124 des plus grandes sociétés immobilières du Canada. L'objectif de REALpac est d'influencer les politiques publiques en ce qui concerne les questions relatives au logement, telles que l'impôt foncier, les SPI, les marchés des capitaux, la fiscalité, le contrôle des loyers des logements collectifs, les faillites et les assurances (REALpac, 2021).

Des entreprises transnationales et des financiers européens ont créé l'Association européenne de l'immobilier public (EPRA) en 1999. Parmi les membres de l'EPRA, on compte des sociétés immobilières, des comptables, des banques d'investissement, des gestionnaires d'actifs et les compagnies d'assurance les plus puissantes (EPRA, 2021). Selon NAREIT, les SPI de tous types possèdent collectivement environ 3 500 milliards de dollars d'actifs bruts à travers les États-Unis

(NAREIT, 2021), et selon l'EPRA, les membres européens représentent plus de 670 milliards d'euros d'actifs immobiliers (EPRA, 2020).

NAREIT, REALpac et EPRA ont fait pression dans le monde entier pour persuader les gouvernements de légiférer sur les SPI et de leur accorder des avantages fiscaux (Hernández Viguera, 2012). Par exemple, en 2020, REALpac a réussi à convaincre de faire échouer le régime d'exemptions de frais de développement proposées à Toronto et a plaidé contre les moratoires sur les expulsions^{xxvi} (Realpac, 2020). Néanmoins, il faut que les lois nationales régissant les expulsions soient conformes aux normes relatives aux droits de la personne, notamment au principe du respect de la dignité humaine. Les expulsions forcées sont reconnues depuis longtemps comme une violation flagrante des droits de la personne. Dans les cas de saisie hypothécaire ou d'arriérés de loyer, les expulsions ne devraient intervenir qu'en dernier recours et après un examen complet des moyens alternatifs pour régler les dettes impayées, comme par l'entremise d'allocations de logement d'urgence, d'un rééchelonnement de la dette ou, si nécessaire, d'un relogement dans des logements plus abordables répondant aux normes d'adéquation (Farha, 2018).

Les SPI canalisent les investissements à l'échelle mondiale en raison des privilèges fiscaux. En outre, alors que l'achat d'une maison exige des processus bureaucratiques fastidieux, les actions des SPI sont instantanément négociables. Ainsi, tant les particuliers que les financiers peuvent parier sur le marché du logement.

L'incidence de la réglementation nationale en matière de logement sur le droit fondamental à un logement adéquat

Des pays aux contextes économiques et culturels comparables présentent des différences considérables en matière de logement. Ainsi, la protection a tendance à être plus forte dans les pays qui placent le droit fondamental au logement avant la propriété résidentielle. Cette section compare le système de logement du Canada à celui du Royaume-Uni, de la France, de l'Allemagne, du Danemark, des Pays-Bas et de l'Autriche en termes de réglementation des SPI, des loyers, du logement social et de l'accessibilité au logement.

Société de placement immobilier : comparaison entre les États-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, le Danemark et l'Autriche

La réglementation des SPI est relativement uniforme à bien des égards. Presque tous les pays qui ont adopté une réglementation sur les SPI ont exempté ces entités de l'impôt sur les sociétés ou de l'impôt national équivalent. Comme indiqué plus haut, les exonérations fiscales sont la raison d'être des SPI. Lorsqu'un pays a légalement mis en place des SPI sans avantages fiscaux, ni les personnes morales ni les particuliers n'ont créé de sociétés dans le cadre de ce modèle juridique, comme c'est le cas en Espagne et en Finlande. Néanmoins, ils ont amplement établi une retenue à la source pour les investisseurs étrangers. Parallèlement, les autorités

fiscales soumettent les dividendes des SPI versés par les particuliers à l'impôt sur le revenu des particuliers et les dividendes des SPI versés par les sociétés à l'impôt sur le revenu des sociétés.

Cependant, on observe des différences considérables à l'égard de certaines exigences importantes, comme le nombre minimum d'investisseurs et la part du capital et des droits de vote détenus par les petits investisseurs (PricewaterhouseCoopers, 2021)^{xxvii}. Pour leur part, le Danemark et l'Autriche n'ont pas introduit de régime de SPI.

Figure 5 : Régime des SPI au Canada, aux États-Unis, au Royaume-Uni, en France, en Allemagne, au Danemark et en Autriche

Pays	Régime des SPI	Impôt sur les sociétés	Exigences	SPI cotées en bourse	Capitalisation
Canada	Oui (1993)	Non	Il faut que les fonds d'investissement à capital fixe soient cotés en bourse (mais non les fonds d'investissement à capital variable) et aient au moins 150 actionnaires.	50	75 milliards de dollars canadiens
États-Unis	Oui (1960)	Non	Il faut au moins 100 actionnaires, mais il n'y a pas de valeur minimale pour chaque actionnaire.	225 (1 100 en total)	3,5 billions de dollars américains
Royaume-Uni	Oui (2007)	Non	Leurs actions doivent être négociables sur une bourse reconnue, et il faut un minimum de 35 % d'actions flottantes pour que la SPI puisse s'établir en tant que fonds à capital fixe.	50	70 milliards de dollars américains
France	Oui (2003)	Non	Au moins 15 % du capital social doit être détenu par des investisseurs qui détiennent individuellement moins de 2 % du capital; et les investisseurs ne peuvent détenir plus de 60 % des actions de la société mère.	27	74 milliards d'euros
Allemagne	Oui (2007)	Non	Il faut que les SPI soient cotées en bourse; que 15 % du capital social soit détenu par des investisseurs qui détiennent individuellement moins de 3 % du capital; et aucun investisseur ne peut détenir plus de 8,5 % directement.	6	4,3 milliards d'euros
Danemark	Non				
Autriche	Non				

Réglementation des loyers : le Canada, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, le Danemark et l'Autriche

Le contrôle ou la réglementation des loyers est une politique gouvernementale qui limite le montant qu'un propriétaire peut demander à un locataire de payer lors de la location d'un logement ou du renouvellement d'un bail (CERA, 2021). La réglementation des loyers dépend du système de logement de chaque pays. Ainsi, les pays où le pourcentage de locataires est élevé, comme l'Allemagne, la Suisse et l'Autriche, ont mis en place un contrôle strict des loyers (Molina, 2017).

Cependant, les contrôles sont habituellement moindres dans les pays du Commonwealth, comme le Canada, qui s'est engagé dans un modèle fondé sur l'accession à la propriété, et surtout le Royaume-Uni, où le contrôle des loyers a disparu sous les gouvernements de Margaret Thatcher. Voici un aperçu de la réglementation des loyers dans les provinces et

territoires canadiens, au Royaume-Uni, en France, en Allemagne, au Danemark et en Autriche. Cette section comprend également une [annexe](#) sous forme de tableau pour faciliter la comparaison (Molina, 2017).

Tous les pays européens réglementent le contrôle des loyers à l'échelle nationale (Molina, 2017). Cependant, la Catalogne a récemment promulgué une loi sur le contrôle des loyers, mais la Cour constitutionnelle espagnole doit encore décider si le parlement espagnol a une compétence exclusive sur cette question (Europa Press, 2021).

Canada

Au Canada, où près de 68 % des ménages sont propriétaires de leur logement, les politiques de contrôle des loyers relèvent des administrations provinciales et territoriales.

L'Alberta, Terre-Neuve-et-Labrador, les Territoires du Nord-Ouest, la Nouvelle-Écosse, le Nunavut, la Saskatchewan et le Yukon ne limitent pas le montant par lequel un propriétaire peut augmenter le loyer (CERA, 2021).

La Colombie-Britannique, le Manitoba, le Nouveau-Brunswick, l'Ontario, l'Île-du-Prince-Édouard et le Québec limitent les augmentations à un pourcentage précis du loyer en vigueur. En Ontario, pour les unités occupées, les loyers peuvent être augmentés annuellement que d'un montant « indicatif » (en 2018, il était de 1,8 %) (August, 2020). Au Manitoba, les immeubles construits ou occupés après le 7 mars 2005 sont exemptés du contrôle des loyers pendant 20 ans (CERA, 2021).

Au Manitoba, la ligne directrice relative à l'augmentation des loyers était de 1,6 % en 2021 (Cooke, 2021). La Regulatory and Appeals Commission de l'Île-du-Prince-Édouard établit les augmentations de loyer (1 % pour 2021). Au Québec, les augmentations de loyer sont liées à l'inflation et aux réparations de l'immeuble. Dans les cas où le locataire n'est pas d'accord avec l'augmentation, le propriétaire doit déposer une demande auprès d'un tribunal (Cooke, 2021). Au Nouveau-Brunswick, les propriétaires ne peuvent augmenter le loyer que par rapport à ce qui est raisonnablement demandé pour des unités comparables dans la région (CERA, 2021).

Toutes les provinces canadiennes, à l'exception de l'Île-du-Prince-Édouard et du Manitoba, disposent d'un système d'élimination du contrôle des loyers. Le Manitoba fixe un plafond brut au montant du loyer qui peut être demandé à un nouveau locataire, plutôt que de le maintenir au même montant que celui offert au locataire précédent. Le nouveau montant du loyer ne peut être supérieur à la moyenne actuellement pratiquée pour des unités comparables dans le complexe résidentiel (CERA, 2021). En 1997, l'Ontario a adopté la *Loi sur la protection des locataires*, qui permet des augmentations de loyer de n'importe quel montant lors de la rotation des locataires. Dans les marchés compétitifs, cela incite les propriétaires à remplacer les locataires existants et à augmenter les loyers des unités libérées (August, 2020).

Allemagne

En Allemagne, le pourcentage de propriétaires est de 51 % (Eurostat, 2019), ce qui contribue à la réglementation des loyers (Molina, 2017).

Ainsi, la loi plafonne les loyers dans les régions où le marché du logement est tendu. Au début du contrat, le loyer ne peut être supérieur à 10 % de la moyenne du niveau des loyers. Pour ce faire, les villes créent une base de données des prix de référence locaux (Molina, 2017).

En outre, les locataires bénéficient d'une durée illimitée de leur contrat de location tant qu'ils respectent les modalités du contrat. Les propriétaires peuvent établir des contrats de location limités dans certains cas établis par la loi. Ainsi, le contrat peut soit établir une augmentation fixe du loyer chaque année, soit une augmentation fondée sur l'indice des prix à la consommation.

Autriche

En Autriche, le pourcentage de propriétaires s'élève à 55 %. Il existe trois programmes de stabilisation des loyers, qui fonctionnent selon la classification des logements. Il existe quatre catégories de foyers (A, B, C, D) (Molina, 2017).

- Le loyer autrichien adéquat : ce système permet de contrôler les loyers sur le marché libre. Une commission de régulation des loyers fixe le loyer après une évaluation. Les nouvelles constructions, les bâtiments singuliers et les logements de statut supérieur (A et B) sont assujettis à ce contrôle.
- Le loyer autrichien par catégories : le gouvernement fixe un prix maximum par mètre carré. Les loyers négociés de 1982 à 1994 sont soumis à ce contrôle.
- Le loyer à valeur standard : le gouvernement national établit un loyer standard et chaque État autrichien fixe un loyer de base par mètre carré. Le loyer est déterminé en fonction de certaines caractéristiques objectives du logement (emplacement, mobilier, état d'entretien, taille). Les loyers négociés après 1994 sont soumis à ce contrôle, sauf lorsque le loyer autrichien adéquat est applicable (Molina, 2017).

Les locataires bénéficient d'une durée illimitée de leur contrat de location de la même manière que la loi allemande.

Danemark

Au Danemark, le pourcentage de propriétaires s'élève à 61 %.

Le marché des loyers est contrôlé. Les loyers de tous les logements construits avant 1992 sont soumis à un contrôle des loyers fondé sur les coûts, qui sont calculés comme suit : le propriétaire rassemble tous les coûts encourus dans l'exploitation quotidienne et l'entretien du bâtiment et ajoute 7 % d'intérêts sur les coûts de l'investissement (Munch & Scarer, 2015). Les logements construits après 1992 sont soumis aux commissions de régulation des loyers. Une commission de régulation des loyers dans chaque ville décide du niveau des loyers, des questions d'entretien et des augmentations de loyer (Rent Guide IVS, 2018).

Les locataires bénéficient également d'une durée illimitée de leur contrat de location. Les contrats de location limités ne peuvent être établis que dans certains cas.

France

En France, le pourcentage de propriétaires s'élève à 64 % (Molina, 2017).

En 2014, la France a adopté la loi ALUR pour encadrer les loyers au début des contrats et les augmentations de loyer. Les logements situés dans les zones tendues sont soumis à cette loi (70 % des logements loués se trouvent dans des zones tendues). L'ALUR a établi un loyer maximum, de sorte que le loyer ne peut pas dépasser par plus de 20 % la moyenne des loyers

établie par l'observatoire des loyers. Il établit également un loyer minimum, qui est de 70 % de la moyenne (Molina, 2017).

La durée minimale du contrat de location est d'un an pour les logements meublés. Toutefois, la durée minimale est de trois ans lorsqu'il s'agit d'un logement non meublé et que le propriétaire est un particulier, et de six ans lorsque le propriétaire est une société (Molina, 2017).

Royaume-Uni (Angleterre et Pays de Galles)

Au Royaume-Uni, le pourcentage de propriétaires s'élève à 65 %.

La *Housing Act* (loi sur le logement) de 1980 a introduit la location à bail ferme qui a mis fin au contrôle strict des loyers. Ainsi, la protection des locataires ne dure que six mois à partir du début de la première location. Le propriétaire peut demander au locataire de payer un loyer plus élevé, puis l'expulser et trouver de nouveaux locataires s'il refuse.

Les projets de logements sociaux et le taux de surcharge du coût du logement : Canada, Royaume-Uni, France, Allemagne, Danemark, Autriche (Vienne) et Pays-Bas

La vague de privatisations amorcée dans les années 1980 a touché la plupart des pays. Ainsi, il y a eu des ventes importantes de [logements sociaux](#) dans la plupart des pays de l'OCDE qui avaient des niveaux élevés de logements publics au cours des années 1990, à quelques exceptions près, comme la France et l'Autriche. Toutefois, cette tendance s'est arrêtée en 2010. Bien que les logements sociaux n'aient pas augmenté de manière significative, la plupart des gouvernements ont maintenu leurs niveaux depuis lors (OCDE, 2021).

[Les logements sociaux](#) ont une incidence importante sur l'accessibilité au logement. Le droit au logement comprend l'accessibilité financière, la sécurité d'occupation, la disponibilité des services, l'habitabilité, l'accessibilité, l'emplacement approprié et le respect du milieu culturel (Farha, 2018).

Cette section analyse les systèmes de logement de plusieurs pays par rapport au Canada, notamment en ce qui concerne les logements sociaux et l'abordabilité.

Canada

Les locations sociales et à but non lucratif ne représentent que 6 % des logements, construits dans un bref élan d'après-guerre (August, 2020). Le gouvernement canadien a montré la voie en matière de financement du logement social (Tranjan, 2021). En 1972, il a construit 32 000 logements sociaux, soit 20 % du nombre total de logements achevés (Walks & Clifford, 2015). Le gouvernement a restructuré et annulé les programmes de logement social entre 1984 et 1992. À la fin des années 1990, le gouvernement a transféré la responsabilité du logement social aux provinces, dont certaines l'ont ensuite transférée aux municipalités (Tranjan, 2021). Au cours de la période de neuf ans allant de 2002 à 2010, environ 13 000 nouveaux logements locatifs sociaux ou sans but lucratif ont été construits au Canada (principalement dans les réserves et au Québec, où le gouvernement provincial est resté actif). Les unités de logement social ont représenté moins de 1 % du total des logements achevés de 2008 à 2010 (Walks & Clifford, 2015).

Ainsi, l'État canadien se sert de plus en plus du triumvirat de la titrisation, de la croissance du crédit et de l'augmentation de l'accession à la propriété comme fondement de l'approche du logement fondée sur les actifs, et il s'éloigne du financement direct de logements sociaux subventionnés à destination locative (Walks & Clifford, 2015). Le nombre de marchés du logement devenus très inabordables au Canada n'a cessé d'augmenter depuis 2004. L'accessibilité au logement s'est détériorée de l'équivalent de six ans de revenus annuels des ménages à Toronto, et de deux à trois ans à Montréal et à Ottawa-Gatineau (Demographia, 2021).

Le taux de surcharge du coût du logement du Canada est très élevé pour les locataires du marché privé (15 %) (OCDE, 2021). Entre la fin des années 1990 et la fin des années 2000, les régions métropolitaines du Canada sont passées d'un marché du logement parmi les plus abordables du monde à un des moins abordables (Walks, 2014), avec Vancouver qui représentait la ville la moins abordable parmi les nations anglo-américaines en 2021 (Demographia, 2021). En 2016, 12,7 % des ménages canadiens avaient des besoins impérieux de logement (Statistique Canada, 2016).

Royaume-Uni (Angleterre et Pays de Galles)

Dans la Grande-Bretagne de l'après-guerre, le parti travailliste a créé un État-providence complet qui garantissait la protection des droits reconnus dans la Déclaration universelle des droits de l'homme de 1948. Par conséquent, le gouvernement a lancé le service national de santé, l'enseignement secondaire gratuit est devenu un droit pour la première fois et l'administration a répondu à la pénurie de logements par d'ambitieux projets de logements publics connus sous le nom de coopérative d'habitation (council housing) au Royaume-Uni. Le ministre de la Santé, du Travail et du Service national, Aneurin Bevan, a déclaré que les projets de logements sociaux devaient répondre aux besoins d'une palette très large de la société, créant ainsi « la tapisserie vivante d'une communauté mixte ». En ce sens, il a déclaré : « Nous devrions essayer d'introduire dans nos villes et villages modernes ce qui a toujours été la belle caractéristique des villages anglais et gallois, où le médecin, l'épicier, le boucher et l'ouvrier agricole vivaient tous dans la même rue » (Bevan, 1949).

Bien que les conservateurs aient conçu le logement public uniquement pour la classe ouvrière, grâce à la fiscalité progressive, le développement du logement public s'est produit tout au long de la période d'après-guerre en Grande-Bretagne (1945-1979). Ainsi, le gouvernement a construit 5 millions de logements de 1946 à 1981. En 1977, le logement public représentait 32 % du parc de logements en Angleterre. Cependant, l'ère néolibérale de Margaret Thatcher a radicalement changé le paysage du logement. En 1981, les conservateurs ont introduit le « droit à l'achat », qui permettait aux locataires de la coopérative d'acheter leur maison. De nombreux locataires de la coopérative en ont profité pour acheter leur logement à un prix généreux et le secteur public a vendu 2,6 millions de logements sociaux au Royaume-Uni (Wheeler, 2015).

La privatisation du logement public a été l'une des politiques déterminantes de l'ère Thatcher. Comme de nombreux locataires étaient des électeurs travaillistes traditionnels, le « droit à l'achat » a changé le cadre de la politique britannique. La première ministre de l'époque, Margaret Thatcher, a déclaré que cela ouvrirait la voie à la « démocratie de la propriété » (Homer, 2019). L'accession à la propriété est passée de 55 % en 1981 à 67 % une décennie plus tard et le pourcentage de logements fournis par les coopératives est tombé à 9 % en Grande-Bretagne (McMullan, Osborne, Blight, & Duncan, 2021). Le gouvernement n'a construit que

250 000 logements depuis 1981. Cette politique du logement fondée sur la propriété a entraîné la financiarisation du logement au Royaume-Uni, puisque la plupart des gens ont besoin d'un crédit pour acheter une maison. Par conséquent, les prix des logements sont aujourd'hui environ trois fois plus chers qu'à la fin des années 1970 (Bank of England, 2015). Toutefois, le « droit à l'achat » est toujours en vigueur et les locataires de coopératives en Angleterre peuvent acheter leur logement locatif avec une remise pouvant atteindre 84 600 £. En raison de l'endettement, l'accès à la propriété est une question prioritaire pour le gouvernement conservateur. Ainsi, en 2013, le Royaume-Uni a mis en œuvre des programmes d'aide à l'achat.

Depuis les années 1980, les associations de logement sans but lucratif dominent le paysage de logement abordable. La loi sur le logement de 1980 a facilité le transfert des logements sociaux aux associations de logement à but non lucratif. Ainsi, le pourcentage de logements sociaux au Royaume-Uni représente 17 % du parc immobilier.

Enfin, le pourcentage de la population vivant dans des ménages où le coût total du logement représente plus de 40 % du revenu disponible était de 15,1 % en 2018 (Eurostat, 2021).

Autriche (Vienne)

La ville de Vienne est un exemple de politiques ambitieuses en matière de logement depuis une centaine d'années (Gabarre, 2021). Aujourd'hui, le conseil municipal possède 220 000 appartements. Les associations de logement à but lucratif gèrent 200 000 appartements de plus et même la majeure partie des maisons occupées par leur propriétaire a été construite dans le cadre du programme de logement subventionné. Ainsi, 62 % des habitants de Vienne vivent dans des logements sociaux. La loi n'autorise les contrats illimités que dans les logements sociaux.

Les logements de la ville visent un large éventail de milieux sociaux afin d'éviter la création de ghettos et la surcharge du coût du logement.

Dans son ensemble, l'Autriche compte 24 % de logements sociaux.

Le pourcentage de la population autrichienne vivant dans des ménages où le coût total du logement représente plus de 40 % du revenu disponible était de 6,8 % en 2018 et de 7 % en 2020 (Eurostat, 2021).

Allemagne

L'Allemagne a un faible niveau de logements sociaux. Ainsi, il ne représente qu'environ 5 % du parc national de logements (Housing Europe, 2010).

Le paysage allemand du logement a radicalement changé en 1989, puisque les sociétés de logement avaient jusqu'à cette année-là un statut sans but lucratif. Ensuite, le gouvernement a privatisé la plupart des logements publics dans les années 1990 et 2000. L'origine des plus grandes sociétés immobilières, telles que Vonovia et Deutsche Wohnen, se trouve dans le logement public de la République démocratique allemande et les actifs immobiliers des sociétés publiques allemandes. Ainsi, trois millions de logements appartenant à la République démocratique allemande ont été privatisés dans les années 1990 (Molina, 2017).

L'origine de Vonovia est la privatisation des actifs immobiliers de la société nationale des chemins de fer et de la société nationale d'énergie. La société américaine de financement par capitaux propres Fortress a acquis ces portefeuilles en 2004 par l'entremise de la société qui a

précédé la création de Vonovia. De même, l'État de Berlin a vendu 60 000 logements à Cerberus et Goldman Sachs en 2004. Ces logements sont à l'origine de la société immobilière Deutsche Wohnen, qui a récemment fusionné avec Vonovia. Cependant, ces politiques ont provoqué des troubles sociaux à long terme. En 2021, 59 % des Berlinoises ont voté pour l'expropriation d'environ 240 000 logements de grands propriétaires lors d'un référendum dont le nom était Expropriate Deutsche Wohnen & Co.

Le pourcentage de la population vivant dans des ménages où le coût total du logement représente plus de 40 % du revenu disponible était de 14,2 % en 2018 et de 19,9 % en 2020 (Eurostat, 2021).

France

Le pourcentage de logements sociaux est d'environ 17 % du parc de logement (4,5 millions de logements) (Housing Europe, 2010). Ainsi, plus de 40 % des ménages locataires français vivent dans le secteur locatif public.

Les organismes d'*Habitation à Loyer Modéré* (HLM) proposent des logements sociaux à loyers modérés. Ces entités sont soit publiques ou privées, mais agissent sur une base non lucrative sous le contrôle du ministère du Logement et des Finances.

En 2000, le gouvernement français a promulgué la *Loi de solidarité et de renouvellement urbain* qui exigeait des municipalités qu'elles fournissent au moins 25 % de logements sociaux d'ici 2025 (ministère de la transition écologique de France, 2021). Bien que toutes les municipalités ne se soient pas conformées, 1,8 million d'unités de logement public ont été construites depuis lors.

Le pourcentage de la population vivant dans des ménages où le coût total du logement représente plus de 40 % du revenu disponible était de 4,7 % en 2018 et de 5,5 % en 2019 (Eurostat, 2021)..

Danemark

Le pourcentage de logements sociaux est d'environ 20 % du parc de logements (Housing Europe, 2010).

Les associations de logement sans but lucratif fournissent des logements sociaux à prix coûtant.

Le pourcentage de la population vivant dans des ménages où le coût le total du logement représente plus de 40 % du revenu disponible était de 14,7 % en 2018 et de 14,1 % en 2020 (Eurostat, 2021)..

Pays-Bas

Les Pays-Bas ont la plus grande part de logements sociaux au monde (32 %, 2,4 millions de logements), soit 75 % du parc locatif du pays (Housing Europe, 2010).

Les organismes de logement social sont les fournisseurs de logements sociaux. Le gouvernement supervise ces entités. Le logement social est pratiquement ouvert à tous les citoyens. Toutefois, en 2010, la Commission européenne a publié une décision controversée établissant que les logements sociaux ne devaient être ouverts qu'aux citoyens disposant d'un revenu limité.

Quoi qu'il en soit, le logement social reste le plus grand secteur du logement dans les grandes villes comme Amsterdam (40 %) (Van Nes, 2020).

Le pourcentage de la population vivant dans des ménages où le coût total du logement représente plus de 40 % du revenu disponible était de 9,4 % en 2018 et de 8,3 % en 2019 (Eurostat, 2021).

Ailleurs

Aux États-Unis, les locations sociales et à but non lucratif ne représentent que 4 % du parc de logements (OCDE, 2021) et environ 1 % en Espagne.

Conclusion

Le modèle de logement est une décision politique qui peut façonner la société. Ainsi, des pays aux économies et aux cultures comparables ont des systèmes de logement extrêmement différents en termes d'endettement, de propriété, de stratification sociale, de mobilité et de planification urbaine.

Jusqu'à la crise financière de 2008, la plupart des gouvernements se servaient de l'endettement hypothécaire comme puissant moteur économique. Toutefois, la crise a entraîné le sauvetage de l'ensemble du système financier mondial. La BRI a donc établi un nouveau cadre hypothécaire pour éviter l'endettement excessif des ménages. Néanmoins, l'activité hypothécaire demeure une source majeure de profit pour le système financier en raison de la financiarisation du logement. Ainsi, certains pays ont choisi de contourner les exigences de Bâle III relatives à la mise de fonds.

Il est possible d'établir certaines catégories de systèmes de logement en fonction de plusieurs facteurs, tels que le respect de l'esprit de Bâle III, l'existence de lois et de règlements protégeant les locataires et l'investissement dans le logement social. Le modèle de logement du Commonwealth repose sur la propriété et l'endettement. Le gouvernement facilite l'accès à la propriété en accordant des aides publiques pour les prêts hypothécaires et le financement des mises de fonds. Puisque la propriété du logement est la cible de ces politiques de logement, il y a peu de protections pour les locataires, et les politiques de logement public sont soit négligeables soit en déclin.

L'avantage de cette politique est l'obtention de la propriété. Une fois payé, le propriétaire n'a rien de plus à payer. En outre, les propriétés peuvent être négociées, transférées et léguées. Les propriétaires ont accès à des crédits à faible coût et peuvent emprunter sur leur maison pour financer d'autres dépenses, telles que l'éducation. Enfin, il existe des raisons subjectives ou socioculturelles pour lesquelles de nombreuses personnes s'attendent à devenir propriétaires.

Néanmoins, le fait de fonder le système de logement sur l'accession à la propriété présente également des lacunes majeures. Par exemple, un niveau élevé d'endettement des ménages constitue un risque pour l'économie, comme l'a prouvé la crise financière de 2008, dont l'origine était l'octroi massif de prêts hypothécaires sans garanties suffisantes. Un niveau élevé d'endettement des ménages réduit également le pouvoir d'achat de nombreux foyers, ce qui entrave la croissance économique à long terme. Elle exacerbe également la ségrégation sociale des zones urbaines en fonction du pouvoir d'achat. En outre, ce modèle de logement crée des bulles cycliques de prix du logement et une pression financière sur de larges secteurs de la

société, ce qui entrave le développement personnel complet de nombreuses personnes. La financiarisation a fait du logement adéquat un problème central dans toutes les communautés dont le modèle urbain reposait sur l'accès à la propriété par l'endettement.

La France et l'Autriche sont les pays qui présentent les plus faibles niveaux d'endettement des ménages et de stress immobilier. Le système de logement des deux pays fait preuve de prudence à l'égard de l'octroi des prêts hypothécaires, et des politiques ambitieuses de logements publics ou sociaux garantissent les droits de la personne. Cependant, le logement social en France a souvent mené à la ségrégation sociale, voire à la ghettoïsation. Vienne est peut-être le système de logement le plus réussi. C'est la ville la plus proche de l'aspiration d'Aneurin Bevan, à savoir « la tapisserie vivante d'une communauté mixte ». Ainsi, Vienne a réussi à rendre possible le droit au logement, et cela n'a pas entraîné de stagnation économique. À l'inverse, elle a renforcé la prospérité. Ainsi, de nombreux classements et études placent Vienne parmi les meilleures villes du monde dans les domaines de l'infrastructure, du logement, de l'innovation et de la culture.

Annexe

La réglementation des loyers au Royaume-Uni, en France, en Allemagne, au Danemark, en Autriche et dans les provinces et territoires canadiens

Province, territoire ou pays	Limites de hausse de loyer pour les locataires existants	Limites de hausse de loyer pour les nouveaux locataires
Alberta	Non	Non
Colombie-Britannique	Oui	Non
Manitoba	Oui	Oui
Nouveau-Brunswick	Oui	Non
Terre-Neuve	Non	Non
Territoires du Nord-Ouest	Non	Non
Nouvelle-Écosse	Non	Non
Nunavut	Non	Non
Ontario	Oui	Non
Île-du-Prince-Édouard	Oui	Oui
Québec	Oui	Non
Saskatchewan	Non	Non
Yukon	Non	Non
Allemagne	Oui	Oui
Autriche	Oui	Oui
Danemark	Oui	Oui
France	Oui	Oui
Royaume-Uni	Non	Non

Liste des graphiques

Figure 1 : La dette des ménages. Évolution au Canada, au Royaume-Uni, en Nouvelle-Zélande et en Australie	21
Figure 2 : La dette des ménages. Évolution au Canada, aux États-Unis, en Espagne et en Irlande	22
Figure 3 : La dette des ménages. Évolution au Canada, en Autriche, en France et en Allemagne	23
Figure 4 : La dette des ménages. Évolution au Canada, aux Pays-Bas et au Danemark.....	23
Figure 5 : Régime des SPI au Canada, aux États-Unis, au Royaume-Uni, en France, en Allemagne, au Danemark et en Autriche.....	31

Glossaire

Titre garanti par des créances (TGC) : On peut considérer les TGC synthétiques et autres instruments dérivés synthétiques (qui tirent leur valeur de paris sur la valeur future d'autres actifs) comme l'incarnation même du capital fictif (McNally, 2009). Un TGC est un type de produit titrisé adossé à des actifs à revenu fixe (tels que des obligations, des créances sur des prêts ou d'autres dettes) ou à des dérivés de ces actifs à revenu fixe, structurés en plusieurs classes ou tranches, chaque classe ou tranche étant autorisée à recevoir des distributions du capital initial ou d'intérêts conformément aux exigences adoptées pour la classe ou la tranche spécifique. Un TGC comprend, sans s'y limiter, une obligation structurée adossée à des prêts et une obligation structurée adossée à des obligations. (FINRA, 2015).

Besoin impérieux en matière de logement : Un ménage ayant des besoins impérieux en matière de logement est un ménage dont le logement est considéré comme inadéquat, insuffisant ou inabordable et dont le niveau de revenu est tel qu'il ne pourrait pas se permettre un autre logement convenable et adéquat dans sa communauté (Statistique Canada, 2016).

Instruments dérivés : On définit les instruments financiers dérivés comme des instruments financiers dont le prix est déterminé par la valeur d'un autre actif. L'exemple ci-dessous explique le fonctionnement des contrats dérivés. Les contrats dérivés sont souvent utilisés pour les matières premières lorsque l'acheteur accepte d'acheter l'actif à une date précise et à un prix particulier. Par exemple, une compagnie aérienne peut se protéger de la fluctuation des prix du pétrole grâce à un instrument dérivé. Ainsi, la compagnie aérienne peut conclure un accord pour acheter du pétrole dans douze semaines à un prix fixe. Les investisseurs financiers peuvent utiliser ce contrat pour spéculer sur l'évolution du prix du pétrole. En outre, comme le vendeur du contrat ne doit pas nécessairement posséder l'actif sous-jacent, l'industrie des instruments dérivés est une source importante de spéculation. Il existe plusieurs types d'instruments financiers dérivés : les swaps, les contrats à terme et les TGC, qui ont été une cause importante de la crise financière.

Propriétés en difficulté : désigne les maisons en cours de saisie ou sous le contrôle de la banque.

Monnaies fiduciaires : papier-monnaie inconvertible ayant cours légal en vertu d'un décret gouvernemental (Oxford).

Financiarisation : La financiarisation du logement locatif désigne un processus dans lequel les propriétés de logement locatif sont transformées en produit d'investissement financier. En pratique, il s'agit de l'acquisition d'immeubles locatifs multifamiliaux par des sociétés « financières » qui permettent aux investisseurs d'accéder à un flux de revenus provenant des loyers mensuels des locataires. Les investisseurs peuvent le faire en investissant à titre privé ou en achetant des actions sur une bourse (August, 2020).

Embourgeoisement : processus par lequel un quartier pauvre (comme une ville) voit affluer des personnes de classe moyenne ou aisée qui rénovent et reconstruisent des maisons et des commerces, ce qui entraîne souvent une augmentation de la valeur des propriétés et le déplacement des anciens résidents, généralement plus pauvres (Merriam-Webster).

Taux de surcharge du coût du logement : Le taux de surcharge du coût du logement mesure la proportion de ménages qui consacrent plus de 40 % de leur revenu disponible aux coûts du logement (OCDE, 2021).

Banques d'investissement : une société de services financiers qui agit en tant qu'intermédiaire dans les transactions financières.

Ratio prêt/valeur : Il s'agit du montant du prêt divisé par la valeur de la propriété. Si une maison a une valeur de 1 000 000 \$ et que le prêt hypothécaire a une valeur de 800 000 \$, le ratio prêt/valeur de ce prêt est de 80 %.

Masse monétaire : la masse monétaire est la quantité totale d'argent – espèces, pièces et soldes des comptes bancaires – en circulation (Federal Reserve, Bank of Dallas, 2021).

Titres adossés à des créances hypothécaires : Les titres adossés à des créances hypothécaires sont des obligations garanties par des prêts hypothécaires et d'autres prêts immobiliers. Ils sont créés par le regroupement d'un certain nombre de ces prêts, présentant généralement des caractéristiques similaires. Par exemple, une banque qui offre des prêts hypothécaires à l'habitation peut arrondir des prêts hypothécaires d'une valeur de 10 millions de dollars (FINRA, 2021).

Prêts non productifs : Lorsque l'emprunteur reste en bonne santé financière et paie les versements convenus et les intérêts comme prévu, le prêt est dit productif. Mais le risque que l'entreprise ou le particulier n'est pas en mesure de rembourser dans les délais convenus est toujours présent. Si cela se produit ou semble devoir se produire, la banque doit classer le prêt comme « non productif ». Les prêts non productifs sont souvent appelés « prêt irrécouvrable » (Banque centrale européenne, 2021).

Opérations sur le marché libre : L'achat et la vente de titres sur le marché ouvert par une banque centrale constituent un outil clé utilisé par la Réserve fédérale dans la mise en œuvre de la politique monétaire (Federal Reserve, Bank of Dallas, 2021).

Investissements opportunistes : Opérations risquées susceptibles de générer des bénéfices élevés à un horizon de cinq ans.

Économie réelle : la partie de l'économie d'un pays qui produit des biens et des services, plutôt que la partie qui consiste en des services financiers tels que les banques, les marchés boursiers, etc. (Cambridge)

Logement public : un logement social appartenant à une administration publique.

Assouplissement quantitatif : L'assouplissement quantitatif implique qu'une banque centrale achète une quantité prédéterminée et massive d'actifs financiers pendant une période prédéterminée. D'une part, les banques centrales achètent des actifs financiers aux banques commerciales pour faire baisser leurs rendements. C'est le but de l'achat d'obligations d'État et d'entreprises. D'autre part, l'objectif de l'assouplissement quantitatif est d'augmenter la masse monétaire pour stimuler le crédit dans une économie. Une fois que la banque a vendu un actif à la banque centrale, la banque peut utiliser l'argent reçu pour accorder de nouveaux prêts.

Sociétés de placement immobilier (SPI) : société qui possède, exploite ou finance des biens immobiliers productifs de revenus. Les activités des SPI englobent un large éventail de biens immobiliers tels que les commerces de détail, les installations médicales ou les infrastructures,

mais leur activité principale est axée sur les appartements. Les États-Unis ont créé la catégorie juridique des SPI en 1960, et les SPI se sont répandues dans le monde entier depuis lors (Eurostat, 2020). La loi américaine de 1986 sur la réforme fiscale a été cruciale, car elle leur a permis de gérer des biens immobiliers, plutôt que de simplement les posséder ou les financer.

Logement social : logement sans but lucratif ou non marchand, quel que soit le propriétaire.

Double déficit : la persistance de la balance des paiements et du déficit du budget public des États-Unis.

Élimination du contrôle de l'occupation : l'élimination du contrôle des loyers signifie que lorsqu'un locataire quitte un logement locatif, le propriétaire peut fixer le nouveau loyer du locataire suivant comme bien lui semble (CERA, 2021).

Références

- Agencias [s.a.]. (2020). El banco Santander cierra la venta de una cartera de dudosos de 1,672 M a CPPIB. *El Confidencial*.
- Alderman, L. (2016, December). Wall Street Is Europe's Landlord. And Tenants Are Fighting Back. *New York Times*.
- Arnott, R. (2015). Housing Economics. Dans *International Encyclopedia of the Social & Behavioural Sciences, 2nd ed.* (pp. 239-245). Elsevier.
- August, M. (2020). The financialization of Canadian multi-family rental housing: From trailer to tower. *Journal of Urban Affairs, 42:17*, pp. 975-997.
- Bank of England. (2015). Récupéré sur How does the housing market affect the economy?: <https://www.bankofengland.co.uk/knowledgebank/how-does-the-housing-market-affect-the-economy>
- Banque centrale européenne. (2020). *New pension fund statistics*.
- Banque centrale européenne. (2020). *Pension funds statistics*.
- Banque centrale européenne. (2021). *Monetary Policy*.
- Banque centrale européenne. (2021). *What are non-performing loans (NPLs)?*
- Banque des règlements internationaux. (2020). Calculation of RWA for credit risk. Eligible assets 20.34.
- Banque du Canada. (2021). *Bank of Canada assets and liabilities: Weekly (formerly B2)*. Récupéré sur <https://www.bankofcanada.ca/rates/banking-and-financial-statistics/bank-of-canada-assets-and-liabilities-weekly-formerly-b2/>
- BBC [s.a.]. (2013, May). Sir Mervyn King issues Help to Buy mortgage warning. *BBC*.
- BDO Canada. (2021). Récupéré sur Top Personal Marginal Tax Rates: <https://www.bdo.ca/en-ca/insights/tax/tax-facts/top-marginal-tax-rates/>
- Bevan, A. (1949). *Housing Bill. HC Deb, 16 March 1949, vol. 462 cc2121-231*.
- BlackRock. (2021). Récupéré sur Introduction to BlackRock : <https://www.blackrock.com/sg/en/introduction-to-blackrock>
- BlackRock. (2021). Récupéré sur Public Pensions : <https://www.blackrock.com/institutions/en-us/our-clients/public-pensions>
- Blackstone. (2020). *Blackstone Real Estate Partners Europe IV announces €9.8 final close*. Récupéré sur <https://www.blackstone.com/press-releases/article/blackstone-real-estate-partners-europe-vi-announces-9-8-billion-final-close/>

- Blackstone. (2021). Récupéré sur Real Estate : <https://www.blackstone.com/our-businesses/real-estate/>
- BofA Global Research. (2020). Récupéré sur Central bank balance sheet: <https://graphics.reuters.com/HEALTHCORONAVIRUS/STIMULUS/dgkplxnqpb/index.html>
- Bohoslavsky, J. P., Farha, L., Boly Barry, K., Sepúlveda Carmona, M., & Heller, L. (2020, October). Covid-19 has exposed the catastrophic impact of privatising vital services. *The Guardian*.
- British Broadcasting Corporation (BBC). [No Author]. (2013, May). Sir Mervyn King issues Help to Buy mortgage warning. *BBC*.
- Brown, J. (2022). The Financialization of Seniors Housing and Long-Term Care. Report for the Office of the Federal Housing Advocate.
- Buffet, W. (2002). Berkshire Hathaway Inc. Annual Report.
- Carney, M. (2016). *The spectre of monetarism*. Bank of England.
- Cecchetti, S., & Tucker, T. (2021). *Understanding how central banks use their balance sheets: A critical categorisation*. VOX EU.
- CERA. (2021). *A look at rent control policies across Canada*.
- Christensen, J. (Réalisateur). (2018). *The Spider's Web* [Film].
- SCHL. (2021). *First-Time Home Buyer Incentive*.
- SCHL. (2021). *What is CMHC Mortgage Loan Insurance*.
- Cooke, A. (2021). Nova Scotia housing crisis: Canadian jurisdiction with rent control weigh in. *Global News*.
- Cox, K. (2009). The question of hegemony and capital's global crisis. *Human Geography* 2.2, pp. 11-16.
- Dahiya, S., Kamrad, B., Valerio, P., & Siddique, A. R. (2019). *The Greenspan Put*. SSRN.
- Damgaard, J., Elkjaer, T., & Johannesen, N. (2019). *What is real and what is not in the global FDI network?* IMF.
- Demographia. (2021). *Demographia International Housing Affordability: 2021 Edition*. Urban Reform Institute.
- Eichengreen, B. (2011). *Exorbitant privilege: The rise and fall of the dollar*. Oxford University Press.
- Eichengreen, B. (2018). *The Lessons of Black Monday*. Récupéré sur Project Syndicate : <https://www.project-syndicate.org/commentary/stock-market-lessons-of-black-monday-by-barry-eichengreen-2018-02>

- Eichengreen, B., Mehl, A., & Chitu, L. (2019). *How global currencies work. Past, present and future*. Princeton University Press.
- EPRA. (2020). *EPRA annual report 2020. Epra CEO's report and financial statements*.
- Europa Press. (2021, October). El TC admite el recurso del Gobierno contra la ley catalana de protección del derecho a la Vivienda.
- European Public Real Estate Association (EPRA). (2017). *EPRA industry newsletter*.
- European Public Real Estate Association (EPRA). (2020). *EPRA annual report 2020. Epra CEO's report and financial statements*.
- Eurostat. (2019). *House or flat -- owning or renting*.
- Eurostat. (2020). *Evolution of the housing market*.
- Eurostat. (2021). *Evolution of the housing market*.
- Farha, L. (2014). *Report of the Special Rapporteur on adequate housing as a component of the right to an adequate standard of living, and on the right to non-discrimination in this context*. . United Nations.
- Farha, L. (2018). *Basic principles and guidelines on development-based evictions and displacement. Annex 1 of the report of the Special Rapporteur on adequate housing as a component of the right to an adequate standard of living*. United Nations General Assembly.
- Farha, L. (2018a). *Basic principles and guidelines on development-based evictions and displacement. Annex 1 of the report of the Special Rapporteur on adequate housing as a component of the right to an adequate standard of living*. United Nations.
- Farha, L. (2018b). *Basic principles and guidelines on development-based evictions and displacement. Annex 1 of the report of the Special Rapporteur on adequate housing as a component of the right to an adequate standard of living*. United Nations General Assembly.
- Federal Reserve, Bank of Dallas. (2021). *Fed's Mortgage-Backed Securities Purchases Sought Calm, Accommodation During Pandemic*.
- FINRA. (2015). *Federal Reserve History. Banking Act of 1933 (Glass-Steagall)*.
- FINRA. (2015). *The Financial Industry Regulatory Authority Regulatory Notice. 15.04*.
- FINRA. (2021). *Mortgage Backed Securities*.
- FMI. (2019). *Balance of payments statistics yearbook and data files: Annual report*.
- FMI. (2021). *Currency composition of official foreign exchange reserves (COFER)*.
- FMI. (2022). *Household debt, loans and debt services: Percent of GDP*.

- FMI. (2013). *Financial Sector Assessment Program*. Publication Services.
- Gabarre, M. (2019). Tocar fondo: la mano invisible detrás de la subida del alquiler. *Traficantes de Sueños*. .
- Gabarre, M. (2021). Cerberus hace la vida imposible a sus inquilinos en el sur de Madrid. *Ctxt*.
- Gouvernement du Canada. (2021). State of Trade 2021: A closer look at foreign direct investment (FDI).
- Gouvernement du Canada. (2021). State of Trade 2021: A closer look at foreign direct investment (FDI).
- Government du Canada. (2021). Home Buyers' amount.
- Gowan, P. (1999). *Global gamble: Washington's Faustian bid for world dominance*. Verso.
- Gowan, P. (2019). Crisis in the heartland. *New Left Review* 55.1, pp. 5-29.
- Greenspan, A. (2008, October 23). (U. H. Congress, Intervieweur)
- Greenspan, A. (2011, August 6). (N. M. Press, Intervieweur)
- Haut-Commissariat des Nations unies aux droits de l'homme. (1996). *Fact Sheet No. 16 (Rev. 1): The Committee on Economic, Social and Cultural Rights*.
- Hearne, R. (2020). *Housing shock: The Irish housing crisis and how to solve it*. Policy Press.
- Hernández Viguera, J. (2012). *El Casino que nos gobierna*. Clave intelectual.
- Heuson, A., Passmore, W., & Sparks, R. (2001). Credit scoring and mortgage securitisation: implications for mortgage rates and credit availability. *Journal of Real Estate Finance and Economics*, pp. 337-363.
- HM Treasury. (2021, March). The mortgage guarantee scheme.
- Homer, A. (2019, March). Right to Buy homes made £2.8m in profit "in weeks". *BBC*.
- House of Commons Library. (2012). Olympic Britain. Built it up, sell it off: The rise and fall of social housing.
- Housing Europe. (2010). Social housing in Europe: Germany, France, Denmark.
- Hurst, M. (2011, April 21). Debt and family type in Canada. Statistics Canada.
- Hydro One. (2016). *Investor Overview Post Third Quarter*.
- Johnson, B. (2021, October). Tory party conference speech.
- Knobel, A. (2019). Beneficial ownership in the investment industry: A strategy to roll back anonymous capital. *Tax Justice Network*.
- Kokko, A. (1999). Asienkrisenmånga likheter med den Svensks krisen. *Economisk Debatt*, pp. 81-92.

- Kokko, A. (2019). Asienkrisenmånga likheter med den Svensks krisen. *Economisk Debatt*, pp. 81-92.
- Leon, S., & Iveniuk, J. (2020). *Forced out: Evictions, race, and poverty in Toronto*. Wellesley Institute.
- Levac, M., & Woolridge, P. (1997). The fiscal impact of privatization in Canada. *Bank of Canada Review*(Summer 1997).
- Lewis, N. (2022). *The uneven racialized impacts of financialization*. Ryerson University.
- McCarthy, T. (2020). *Starlight Investments and KingSett Capital complete C\$4.9B acquisition of Northview Apartment REIT*.
- McMullan, L., Osborne, H., Blight, G., & Duncan, P. (2021, March 31). UK housing crisis: How did owning a home become unaffordable? *The Guardian*.
- McNally, D. (2009). From financial crisis to world-slump: Accumulation, financialisation, and the global slowdown. *Historical Materialism*, 17.1, 35-83.
- Meinzer, M. (2015). *Tax haven Germany: Why many rich don't pay tax here*. Tax Justice Network.
- Ministère de la transition écologique de France. (2021). *L'article 55 de la Loi solidarité et renouvellement urbain (SRU) : mode d'emploi*.
- Molina, E. (2017). Una nueva regulación para los arrendamientos de vivienda en un contexto europeo. (*Doctoral thesis*). Universidad Rovira i Virgili.
- Munch, J., & Scarer, M. (2015). Denmark: Rent control and tenure duration. *SSRN Electronic Journal*, 52(3), pp. 542-560.
- NAREIT. (2021). *What assets do REITs own?* Récupéré sur <https://www.reit.com/what-reit>
- NAREIT. (2021). *What's a REIT (real estate investment trust)?* Récupéré sur <https://www.reit.com/what-reit>
- OCDE. (2016). *Statistical insight: What does household debt say about financial resilience?*
- OCDE. (2021). *Public policies towards affordable housing*.
- OCDE. (2019). *OECD affordable housing database*.
- OCDE. (2020). *Pension markets in focus*.
- OCDE. (2021). *HC1.2 Housing costs over income*.
- Parlement européen. (2019). *European Parliament resolution of 26 March 2019 on financial crimes, tax evasion and tax avoidance*.
- Parti libéral du Canada. (2021). *A home for everyone: The Liberal housing plan*.
- Piketty, T. (2019). *Capital et idéologie*. Éditions du Seuil.

- Poloz, S. (2018). *Canada's economy and household debt: how big is the problem?* Bank for International Settlements.
- Prentice, C., & Revill, J. (2021). Credit Suisse to pay \$475 mln to resolve Mozambican scandal charges. *Reuters*.
- PricewaterhouseCoopers. (2021). *Worldwide real estate investment trust (REIT) regimes*.
- Realpac. (2020). *Realpac Year in Review*.
- REALpac. (2021). *Benefits of membership: Influencing public policy*.
- Rent Guide IVS. (2018). *What you need to know about the rent control board (Huslejenævnet)*.
- Saminather, N. (2021, October). Analysis: Bank of Canada's early lift-off warning may dampen housing boom fanned by speculators. *Reuters*.
- Sassen, S. (2012). Expanding the terrain for global capital: When local housing becomes an electronic instrument. Dans M. B. Aalbers, *Subprime cities: The political economy of mortgage markets, first edition*. Blackwell Publishing Ltd.
- Sassen, S. (2019). The process of "financialisation" of real estate assets. (OECD, Éd.)
- Schwarz-Hansen, C. (2020). *Will the new rules on rent reduction result in a lower rental yield for landlords?* Récupéré sur Njord's Law Firm: <https://www.njordlaw.com/will-new-rules-rent-reduction-result-lower-rental-yield-landlords>
- Senate of the USA. (2012). *HSBC exposed US financial system to money laundering, drug, terrorist financing risks*.
- Shaxson, N. (2011). *The cost of tax abuse*. Tax Justice Network.
- Shaxson, N. (2019). *Tax havens: Britain's second empire*. Tax Justice Network.
- Shaxson, N. (2021). *Tax havens meet monopoly power: Why national competitiveness harms competition*. Tax Justice Network.
- Sovereign Wealth Fund Institute. (2021). *Top 100 largest sovereign wealth fund rankings by total assets*.
- Statistique Canada. (2016). *Core housing need, 2016 census*.
- Stiglitz, J. (2009). *Lessons from the global financial crisis of 2008*.
- Tasker, J. (2021, August). Trudeau promises new incentives worth billions and a tax on "flipping" to help Canadians buy a home. *CBC*.
- Tranjan, R. (2021, November). COVID-19 didn't kill neoliberalism; we must do it ourselves. *The Monitor*.
- UC Santa Barbara. (2020). Récupéré sur The American President Project.

- Valckx, N. (2017). *Rising household debt: What it means for growth and stability*. International Monetary Fund.
- Van Nes, T. (2020). *The effect of social housing developments on housing prices in Amsterdam*. Master's Thesis, Rijksuniversiteit Gronigen.
- Varoufakis, Y. (2011). *The global minotaur: America, the true origins of the financial crisis and the future of the world economy*. Zed Books.
- Vonovia. (2021). *Shareholder structure*.
- Walks, A. (2013). Mapping the urban debtscape: The geography of household debt in Canadian cities. *Urban Geography*, 34(2), pp. 153-187.
- Walks, A. (2014). Canada's housing bubble story: Mortgage securitization, the state, and the global financial crisis. *International journal of urban and regional research*.
- Walks, A., & Clifford, B. (2015). The political economy of mortgage securitization and the neoliberalization of housing policy in Canada. *Environment and Planning A*, 47, pp. 1624-1642.
- Wallach, O. (2020, November 4). *The 25 largest private equity firms in one chart*. Récupéré sur Visual Capitalist : <https://www.visualcapitalist.com/25-largest-private-equity-firms-chart/>
- Wheeler, B. (2015). History of social housing. *BBC*.
- Woodman, S. (2021). *Deutsche Bank agrees to pay \$130 million in latest major US penalty*. Récupéré sur International Consortium of Investigative Journalists (ICIJ): <https://www.icij.org/investigations/fincen-files/deutsche-bank-agrees-to-pay-130-million-in-latest-major-us-penalty/>
- World Inequality Database. (2020). *Top 10% national income share: Canada, 1820-2021*. Récupéré sur <https://wid.world/country/canada/>
- World Inequality Database. (2021). *Top 1% national income share: Canada, 1997-2021*. Récupéré sur <https://wid.world/country/canada/>
- Yalnizyan, A. (2010). *The rise of Canada's richest 1%*. Canadian Centre for Policy Alternatives.
- Zabai, A. (2017, December). Household debt: Recent developments and challenges. *BIS Quarterly Review*.
- Zuloaga, J. (2018). BBVA sells its last large problem portfolio to CPPIB. *El Confidencial*.

Notes

ⁱ Le secteur des finances a atteint un tel niveau qu'il dépasse la réalité économique. La Banque des règlements internationaux de Bâle a estimé que le marché des instruments dérivés négociés de gré à gré avait une valeur de 610 000 milliards \$ US à la fin juin 2021. En revanche, le produit intérieur brut (PIB) mondial a une valeur d'environ 84 500 milliards \$ US selon la Banque mondiale. https://www.bis.org/publ/otc_hy2111.htm/
<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

ⁱⁱ À part quelques exceptions près, toutes les citations tout au long du présent texte, y compris celle-ci d'Alan Greenspan, a été traduit de l'anglais par nos soins.

ⁱⁱⁱ Les États-Unis sont l'unique véritable pays vainqueur de la Seconde Guerre mondiale. Alors que la guerre a ravagé l'Europe et l'Extrême-Orient, l'industrie américaine est montée en flèche grâce à l'effort de guerre. En ce sens, la population américaine représentait 6 % de la population mondiale en 1945, mais son PIB s'élevait à plus de la moitié du PIB mondial.

Les alliés ont débattu de l'ordre financier futur à la conférence de Bretton Woods quelques mois avant la fin de la guerre. Au nom du Royaume-Uni, John Maynard Keynes avait proposé un système fondé sur une nouvelle monnaie supranationale pour équilibrer les flux financiers. Pourtant, les négociateurs américains ont plaidé en faveur d'un système mondial fondé sur le dollar américain. Les Alliés ne pouvaient faire autrement que d'accepter la proposition américaine, car ils avaient besoin du crédit américain pour financer les dépenses de guerre et leur reprise économique subséquente, financée par le plan Marshall.

^{iv} Le premier accord a été conclu avec l'Arabie saoudite en 1973. En vertu de cet accord, les États-Unis doivent protéger militairement le régime de la dynastie saoudienne, et, en échange, l'Arabie saoudite doit fixer le prix de son pétrole en dollars et investir son excédent commercial dans la dette publique américaine. Depuis lors, les Saoudiens n'ont accepté que des dollars en échange de pétrole. De même, les membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) ont conclu des accords similaires avec les États-Unis en 1975.

^v Les banques centrales achètent des titres sur le marché libre, principalement des obligations d'État, pour augmenter la masse monétaire et les vendent pour réduire la masse monétaire. Ainsi, les banques centrales déterminent le taux d'intérêt et la disponibilité de la monnaie centrale dans une économie. Par exemple, la Banque et le gouvernement du Canada ont adopté la cible de maîtrise de l'inflation en 1991. La cible vise à maintenir l'inflation totale de l'indice des prix à la consommation au point médian de 2 % d'une fourchette cible de 1 à 3 % à moyen terme (Banque du Canada, 2021). L'objectif de la Banque centrale européenne est également un taux d'inflation de 2 % (BCE, 2021). Un déficit persistant de la balance des paiements ou un déficit public structurel peut nuire à la valeur d'une monnaie, à l'exception du dollar américain, qui est la monnaie de réserve mondiale.

^{vi} Dahiya et coll. (2019) proposent d'autres visions des causes et des effets des événements décrits et du rôle des banques centrales. À quel point la croyance largement répandue selon laquelle la Fed soutient les marchés est-elle crédible?

^{vii} Dahiya et coll. (2019) proposent d'autres visions des causes et des effets des événements décrits et du rôle des banques centrales. Les auteurs affirment que le « Greenspan put » a été une présomption des marchés financiers plus qu'une preuve réelle et empirique. En tout cas, les auteurs soutiennent que cette croyance a eu une incidence importante sur les marchés.

^{viii} Aux États-Unis, le taux de croissance du revenu national par habitant est passé de 2,2 % par année de 1950 à 1990 à 1,1 % de 1990 à 2020, tandis que la part du percentile supérieur (les 1 % de revenus les plus élevés) du revenu national est passée de 12 % à 18 % sur la même période. Aux États-Unis, le taux de croissance du revenu national par habitant est passé de 2,2 % par année de 1950 à 1990 à 1,1 % de 1990 à 2020, tandis que le taux d'imposition marginal supérieur appliqué aux revenus les plus élevés est passé de 72 % à 35 % au cours de la même période.

En Europe de l'Ouest, le taux de croissance du revenu national par habitant est passé de 3,3 % par année de 1950 à 1990 à 0,9 % par année de 1990 à 2020, tandis que la part du percentile supérieur (les 1 % de revenus les plus élevés) du revenu national est passée de 8 % à 11 % sur la même période (moyenne de l'Allemagne, la Grande-Bretagne et la France). En Europe occidentale, le taux de croissance du revenu national par habitant est passé de 3,3 % par année de 1950 à 1990 à 0,9 % par année de 1990 à 2020, tandis que le taux d'imposition marginal supérieur appliqué aux revenus les plus élevés est passé de 98 % à 49 % au cours de la même période (moyenne de l'Allemagne, la Grande-Bretagne et la France) (Piketty, 2019).

^{ix} Le risque financier excessif pris dans les années 1920 a déclenché le krach de Wall Street en 1929 et la Grande Dépression qui a suivi. La loi Glass-Steagall de 1933 visait à éviter la répétition d'un effondrement du marché boursier, à protéger l'argent de chaque épargnant et à restreindre la spéculation bancaire afin d'orienter le crédit vers des utilisations productives; cette réglementation a introduit plusieurs mesures, dont la séparation pratique de la banque commerciale de la banque d'investissement. La loi Glass-Steagall définit les banques commerciales comme des banques qui acceptent des dépôts et accordent des prêts, et les banques d'investissement comme des banques qui souscrivent et traitent des titres. Ainsi, les banques commerciales n'étaient plus autorisées à souscrire ou à négocier des titres, à l'exception des obligations émises par le gouvernement (Federal Reserve History, 2013).

Toutefois, ces restrictions avaient une portée nationale, ainsi qu'une efficacité limitée aux États-Unis. Dans les années 1960, le gouvernement britannique entendait surmonter le déclin de l'Empire en faisant de Londres le centre mondial des échanges financiers grâce au système des eurodollars. Les eurodollars étaient des dépôts en dollars américains hors du champ d'action des organismes de réglementation américains. Ainsi, Londres est devenu le centre international du commerce de dollars dans les années 1960. C'est pourquoi les banques américaines ont établi des sociétés affiliées à Londres pour profiter de ce commerce sans être assujetties à la réglementation de la Fed.

^x Cette loi a réorganisé le système réglementaire dans le but d'éviter les mauvaises pratiques des entités « trop grosses pour faire faillite ». Autrement dit, des entreprises dont la gestion risquée pourrait mettre en péril le système économique, comme American International Group (AIG), dont le renflouement a coûté 180 milliards de dollars en 2008 à la Fed. C'est pourquoi la loi a créé le Financial Stability Oversight Council (Conseil de surveillance de la stabilité financière), chargé de repérer et de surveiller les risques excessifs pour le système financier américain. La loi a relevé 16 domaines à réformer. Il s'agissait notamment d'améliorer la réglementation des agences de notation et du secteur des assurances ainsi que d'établir la « règle Volcker » qui interdit les banques de se livrer à certains investissements à haut risque.

^{xi} Le Traité de Versailles (1919) a obligé l'Allemagne à payer des réparations à certains pays pour les dommages causés pendant la Première Guerre mondiale. Le plan Young, qui a précisé les réparations, a réduit le fardeau allemand en 1929. Ce plan prévoyait la création de la Banque des règlements internationaux de Bâle (BRI) en 1930 pour faciliter les paiements. Cependant, l'Allemagne a suspendu les paiements de réparation un an plus tard et la BRI a dû promouvoir la coopération entre les banques centrales. Les accords de Bretton Woods recommandaient de liquider la BRI en raison de la collaboration de plusieurs directeurs avec le régime nazi pendant la guerre. Cependant, John Maynard Keynes a plaidé pour le maintien de cette institution, car il estimait qu'une institution où les banques centrales pouvaient se réunir était nécessaire. Ainsi, la décision de liquider la BRI a été annulée en 1948.

Pendant la validité des accords de Bretton Woods, les banquiers centraux se sont réunis à Bâle pour maintenir le niveau du prix de l'or comme convenu (35 dollars US par once). En 1974, après l'abandon de l'étalon-or provoqué par le choc Nixon, la BRI a créé le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (CBCB). En effet, le remplacement de l'étalon-or par un système financier fondé sur des monnaies flottantes pouvait provoquer une instabilité économique. Par conséquent, depuis lors, cette institution s'occupe du contrôle des banques commerciales.

Les risques de la mondialisation des marchés financiers sont devenus évidents après le krach boursier de 1987. En 1988, le CBCB a publié un ensemble d'exigences minimales en matière de capital pour les banques, connu sous le nom de Bâle I. Bien que les accords de Bâle soient des recommandations, les membres de la BRI les appliquent comme une législation en vigueur.

En 2004, le CBCB a publié un nouvel ensemble de recommandations connu sous le nom de Bâle II. Ces recommandations ont qualifié le risque de crédit en fonction de sa nature et établi de nouvelles normes pour le calcul du capital de la banque. Toutefois, la crise financière mondiale a éclaté avant que Bâle II n'entre entièrement en vigueur.

^{xii} Les classifications données par Bâle ont une grande incidence sur l'économie et la politique. Par exemple, si les agences de notation déterminent que la dette souveraine correspond à AAA, la pondération du risque de ses obligations est de 0 %. Néanmoins, si la dette souveraine correspond à BBB, la pondération du risque est de 50 %. Il est plus facile et moins coûteux pour un pays comme le Canada d'obtenir des fonds puisque sa dette a obtenu la cote AAA. Par exemple, la dette souveraine de l'Italie est de BBB. Ainsi, Bâle intervient dans les politiques économiques et donne du pouvoir aux « trois plus grandes » agences de notation.

^{xiii} Pour les expositions immobilières résidentielles réglementaires qui ne dépendent pas tangiblement des flux de trésorerie générés par la propriété, le facteur de pondération du risque à attribuer au montant total de l'exposition sera déterminé en fonction du ratio de la valeur d'emprunt de l'exposition présenté dans le tableau 11 ci-dessous. L'utilisation des facteurs de pondération du risque présentés au tableau 11 est désignée par l'expression « approche globale à l'égard du prêt » (Banque des règlements internationaux, 2022).

Whole loan approach risk weights for regulatory residential real estate exposures that are not materially dependent on cash flows generated by the property

Table 11

	LTV ≤ 50%	50% < LTV ≤ 60%	60% < LTV ≤ 80%	80% < LTV ≤ 90%	90% < LTV ≤ 100%	LTV > 100%
Risk weight	20%	25%	30%	40%	50%	70%

^{xiv} Banque des règlements internationaux. Calcul des actifs à risques pondérés pour le risque de crédit. Actifs admissibles 20.34., 20,38 (Banque des règlements internationaux, 2022)

Risk weight table for rated covered bond exposures					Table 8
Issue-specific rating of the covered bond	AAA to AA-	A+ to A-	BBB+ to BBB-	BB+ to B-	Below B-
"Base" risk weight	10%	20%	20%	50%	100%

^{xv} Extrait de : <https://www.ownyourhome.gov.uk/scheme/mortgage-guarantee-scheme/>

^{xvi} Extrait de : <https://kaingaora.govt.nz/home-ownership/first-home-loan/>

^{xvii} Extrait de : <https://www.nhfc.gov.au/what-we-do/support-to-buy-a-home/first-home-loan-deposit-scheme/>

^{xviii} Extrait de : <https://www.ownyourhome.gov.uk/scheme/help-to-buy-2021-2023/>

^{xix} Extrait de : <https://kaingaora.govt.nz/>

^{xx} Extrait de : <https://www.housing.wa.gov.au/sharedstart/Pages/default.aspx>

^{xxi} Extrait de : <https://kaingaora.govt.nz/home-ownership/>

^{xxii} Extrait de : <https://www.wa.gov.au/organisation/department-of-finance/fhog>

^{xxiii} L'UE s'est engagée à mettre en œuvre le cadre de Bâle III dans l'UE. Sa mise en œuvre a commencé avec l'entrée en vigueur de la nouvelle « Directive européenne sur les fonds propres réglementaires (CRD) » le 17 juillet 2013, plusieurs années avant le « Brexit ».

^{xxiv} Le premier ministre, Boris Johnson, a déclaré ce qui suit à ce sujet lors de son discours prononcé le dernier jour de la conférence annuelle du parti conservateur à Manchester, le 10 octobre 2021 : « ... et ce gouvernement aide les jeunes à se payer une maison. C'est un scandale – pour toutes nos valeurs – qu'au cours des 20 dernières années, le rêve de l'accession à la propriété s'est évanoui et pourtant, grâce à ce gouvernement, nous sommes en train de renverser la vapeur; non seulement nous avons construit plus de logements que jamais au cours des 30 dernières années, mais nous aidons aussi les jeunes à accéder à la propriété grâce à nos prêts hypothécaires à 95 %. Il n'y a rien de plus réjouissant que de posséder les clés d'un logement qui est le vôtre et de savoir que vous pouvez peindre la porte de votre maison de la couleur dont vous avez envie » (Johnson, 2021).

^{xxv} La relation entre les groupes minoritaires et l'endettement des ménages n'est pas claire : Les quartiers urbains concentrant des groupes minoritaires (Chinois et Noirs) et des Premières Nations, mais pas les autres minorités, présentaient en moyenne des niveaux d'endettement des ménages considérablement plus faibles, ce qui suggère une interaction complexe entre le statut d'immigrant, la race et l'endettement parmi les villes du Canada qui mérite une étude future plus détaillée (Walks, 2013).

^{xxvi} REALPAC a toujours plaidé auprès des gouvernements provinciaux de tout le pays contre la politique des moratoires sur les expulsions commerciales, une politique inutile étant donné qu'elle pourrait dissuader des locataires autrement prospères de payer leur loyer et de respecter leurs obligations en la matière. REALPAC a surveillé et s'est battu pour des approches raisonnables dans toutes les grandes provinces – tant sur le plan résidentiel que commercial. L'Ontario et l'Alberta ont mis l'accent sur ce point en 2020. (REALpac, 2020).

^{xxvii} PricewaterhouseCoopers (PWC), (juin 2021). Régimes de FPI dans le monde.

– [Données de l'Allemagne : Bulletin de l'industrie de l'EPRA 2017](#)

– Données de la France : Rendement des fonds immobiliers français en 2020 Rendement des fonds immobiliers français en 2020 — Rock & DATA (rock-n-data.io).

– Données des États-Unis : NAREIT

– Données du Royaume-Uni : Bourse de Londres