



Risques

Les cahiers de l'assurance

 - OK

Revue Risques

Dernier numéro

Collection complète

Vente et diffusion

> Accueil > Collection complète > Numéro 73 > 03. Une crise originale >

Version imprimable 

LA CRISE IMMOBILIÈRE AUX ÉTATS-UNIS : L'ÉCLATEMENT DE LA BULLE

Christine Riffart

Économiste, Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE)

La crise financière qui s'est déclenchée l'été dernier sur l'ensemble des marchés est partie du segment le plus à risque du crédit hypothécaire américain. Prenant appui en 2002 sur un marché déjà tendu, le dernier cycle de l'immobilier a bénéficié de conditions exceptionnelles pour prolonger son essor. L'abondance de liquidité a dopé l'innovation financière et conduit les organismes prêteurs à une prise de risque de crédit élevée en offrant des produits attrayants à des populations pas toujours solvables. Mais, si ces organismes ont réussi à reporter le risque sur une large gamme d'investisseurs, les ménages ont dû faire face à leurs propres engagements financiers dès lors que la hausse des prix s'est terminée et que, surtout, les conditions de prêt se sont normalisées.

La crise qui s'est déclenchée à l'été 2007 sur les marchés financiers – et qui continue à mettre sous pression les principales banques centrales de la planète – trouve son origine sur le segment le plus à risque du marché du crédit hypothécaire aux États-Unis. Concentrant quelque 1 200 milliards de dollars soit 13 % de la dette hypothécaire aux mains des ménages américains, ce petit segment est celui d'où tout est parti, celui qui a révélé la folie des marchés. Diffusés à des emprunteurs peu solvables, exclus jusqu'alors du marché du crédit, ces prêts portaient en eux des risques de crédit à la hauteur de l'illusion qu'ils réveillaient chez ceux qui les contractaient. Dès lors qu'ils ont été avérés, ces risques ont révélé l'ampleur des enjeux financiers adossés à ce segment. Si les pertes encourues ne devraient pas dépasser 350 milliards de dollars, les conséquences qu'elles font peser sur le fonctionnement du système financier international restent sans commune mesure avec l'onde de choc initiale.

La crise immobilière qui sévit aux États-Unis depuis le début de l'année 2006 peut s'analyser comme l'une des crises cycliques récurrentes qui interviennent à l'approche de chaque nouvelle phase de retournement de conjoncture. Après plusieurs années de forte croissance, l'accessibilité du marché du logement se referme. La capacité d'endettement des ménages est réduite, les prix de l'immobilier augmentent fortement pour se situer à des niveaux inabordables, la politique monétaire commence à se resserrer pour contrer les effets inflationnistes de la croissance, les charges d'intérêt s'accroissent, et ce, d'autant plus vite que les prêts à taux variable se sont répandus. En bref, la situation financière des ménages est fortement dégradée sur un marché de l'immobilier excessivement tendu. Au final, les ventes de logements se replient, l'investissement résidentiel chute. L'excès de demande relativement à l'offre s'effrite jusqu'à ce que la baisse des prix et l'assainissement financier des ménages soient suffisamment avancés pour qu'une nouvelle demande solvable émerge.

Mais, au-delà de ces enchaînements propres à chaque crise, celle qui sévit aujourd'hui est particulièrement longue, violente, et surtout douloureuse pour une partie de la population qui croyait avoir enfin concrétisé son rêve de devenir propriétaire.

Entre fin 2005 et fin 2007, l'investissement logement des ménages a baissé de 30 %, revenant à son niveau de 1998. Par ce seul effet, la croissance américaine a perdu 1,6 point sur la période. Les mises en chantier et permis de construire ont chuté chacun de près de 50 % et la tendance se poursuit à un rythme encore élevé au début de l'année 2008. Les transactions sont tombées de presque 60 % dans le neuf et de 30 % dans l'ancien. Elles sont revenues à leur tendance de long terme, laissant sur le marché un stock de logements invendus qui a doublé en trois ans. Les prix ont reculé de 20 % dans le neuf et de plus de 10 % dans l'ancien. L'indice HPI de Standard & Poors, qui tient compte au moins en partie de l'effet qualité, a baissé de 12,5 % depuis juillet 2006 et de plus de 20 % dans certaines villes (Phoenix, Las Vegas, Miami...). L'ajustement devrait donc se poursuivre encore en 2008. Du côté des crédits, les nouveaux crédits hypothécaires se contractent et la dette totale des ménages ne progresse plus que sur des rythmes de 6 % l'an, après 13 % deux ans plus tôt. Néanmoins, après avoir augmenté de plus de trente points en six ans, elle reste à plus de 100 % du revenu des ménages. Rapportée à la richesse immobilière brute, elle continue d'augmenter, signifiant que la valeur du collatéral couvre de moins en moins le montant de la dette des ménages.

Une bulle immobilière assise sur l'éclatement de la bulle des NTIC ⁽¹⁾ de 2001

Le retournement qui s'est opéré au début de l'année 2006 intervient après une phase d'expansion historiquement longue. À la différence des autres récessions, celle de 2001 n'a que peu affecté la dynamique du secteur. L'investissement logement a connu quinze années de croissance soutenue qui se sont achevées avec un boom de la construction entre 2003 et 2005. La chute des bourses liée au dégonflement de la bulle internet, et qui avait frappé de plein fouet le secteur des entreprises, a eu pour effet d'inciter la Réserve fédérale (Fed) à mettre en place un environnement monétaire particulièrement stimulant pour en atténuer les effets sur les entreprises, et limiter la récession. Les investisseurs ont alors délaissé les actifs financiers au profit d'actifs plus rentables, notamment immobiliers. Les ménages ont pu continuer d'emprunter et donc soutenir la demande. Résultat, une nouvelle phase de reprise s'est amorcée alors que les tensions issues du cycle précédent n'avaient pas été apurées. Face à une demande accrue, les prix ont continué d'augmenter rapidement, marquant une forte accélération à partir de 2004-2005.

Liquidité du marché et innovations financières créent l'illusion chez les ménages

Ce mouvement n'aurait pu avoir lieu si des conditions exceptionnelles n'avaient pas été réunies. Le laxisme monétaire mené par la Fed jusqu'en 2004, combiné à une liquidité internationale abondante, a ouvert la voie à une concurrence extrême entre établissements de crédit ; cela va conduire à une vague d'innovations financières à l'origine de ce nouvel élan. Si, en 2003, le marché de l'immobilier commence à montrer des signes de surchauffe, l'emballement s'amorce l'année suivante, avec notamment le développement d'un marché secondaire de titres adossés aux créances hypothécaires. Actuellement, près de 56 % des prêts hypothécaires sont titrisés. L'accès à ces nouvelles sources de financement va encourager courtiers, banques et autres établissements non bancaires à trouver de nouveaux outils pour repousser les limites de l'endettement. L'offre de crédit devient de plus en plus innovante, proposant des produits « sur mesure » adaptés à tous les profils d'emprunteurs. À côté du prêt traditionnel à 30 ans et à taux fixe présent sur le *prime market* (marché « sans risque »), se développe une large gamme de nouveaux produits, essentiellement à taux variable. Pour qu'un emprunteur bénéficie d'un prêt classique (*conforming loan*), l'apport personnel de l'emprunteur doit couvrir au moins 20 % du prix de l'acquisition, les charges de remboursement ne doivent pas excéder 25 % des revenus, le montant du prêt ne peut dépasser un certain plafond (417 000 dollars en 2007) ; enfin, la qualité de l'emprunteur doit être bonne. Mais, au vu du niveau des prix, les ménages peuvent de moins en moins satisfaire à ces critères. Aussi, se développent des prêts aux conditions d'appel particulièrement attrayantes. Ainsi, les *Interest Only mortgage payments* permettent de ne payer que les intérêts pendant une période fixée de trois à dix ans, puis d'entrer dans un schéma d'amortissement classique, avec des révisions annuelles de taux dans le cas d'un prêt à taux ajustable. Les *Payment Option ARM (Adjustable Rate Mortgage)* permettent de définir le montant des mensualités initiales. Le taux initial est très bas pendant les trois premiers mois, puis progresse sur la base d'un indice de taux (LIBOR, COFI, CMT) et d'une marge fixe pour rejoindre le taux d'intérêt en vigueur sur le marché. Dans l'hypothèse où les mensualités de la première année ne couvrent pas les intérêts dus, ceux-ci sont capitalisés (on parle alors d'amortissement négatif). En 2005, ces deux types de prêt représentent presque 30 % des émissions de prêts, après moins de 5 % en 2002. D'abord concentrés dans

les États les plus chers, ils se développent progressivement sur l'ensemble du territoire. Par ailleurs, la possibilité est également donnée aux emprunteurs de contracter un prêt hypothécaire de deuxième rang (*piggyback loan* ou *junior loan*) au lieu de recourir à une assurance plus onéreuse, soit pour compenser un apport personnel insuffisant (surtout pour les primo-accédants), soit pour compléter un prêt. Dans ce cas, le ménage peut recourir à un *conforming loan* pour 80 % du financement, à un *piggyback loan* pour 15 %, et amener 5 % d'apport personnel (Combo 80/15/5), voire à un *piggyback loan* pour 20 % (combo 80/20).

Mais, surtout, le marché du crédit s'ouvre à une partie de la population qui jusqu'alors était exclue de l'accès à la propriété, soit pour des raisons de fragilité financière, un historique bancaire déjà existant, ou bien pour des discriminations raciale ou sociale – comme cela a été souligné dans des rapports officiels (entre 20 et 50 % des ménages présents sur ce segment à risque auraient été éligibles sur le *prime market*). Ces ménages ont souvent été approchés par des courtiers hypothécaires – parfois malveillants – peu soucieux de la qualité de l'emprunteur, cherchant avant tout à gagner leur commission, ou bien par des organismes non assujettis aux contraintes de la réglementation bancaire et qui donc pouvaient s'engager sur des opérations à risque, sachant qu'ils n'avaient plus ensuite qu'à les revendre sur le marché secondaire.

L'insolvabilité des ménages apparaît avec la normalisation des conditions de crédit

De 20 % au début des années 2000, la part de ces prêts a doublé en 2004 pour atteindre 50 % du total des émissions en 2006. Les crédits les plus à risque (« *subprimes* »), encore inexistant au début des années quatre-vingt-dix, concernent 20 % de ces crédits, soit 13 % de l'encours total de prêts hypothécaires. Sept pour cent des propriétaires, soit plus de 5 millions des ménages, ont un crédit « *subprime* ». Le prêt le plus répandu sur le marché du « *subprime* » est le 2/28 *ARM* (ou le 3/27 *ARM*) dit aussi *exploding ARM*. Il a les mêmes caractéristiques qu'un *Payment Option ARM* mais la période de grâce s'étend sur deux – ou trois – ans. Le taux d'appel est ensuite révisé tous les ans. Le risque est fort de voir les mensualités exploser au terme des deux ans lors de la réinitialisation des taux, même dans l'hypothèse où les taux d'intérêt n'ont pas varié. Si le taux d'intérêt initial est de 4,5 %, l'indice de taux de 7 % et la marge de 3 %, le nouveau taux devrait passer à $7 + 3 = 10$ %. Si la limite capée est de 5 %, le taux passera à $4,5 + 5 = 9,5$ %. Aux crédits « *subprimes* », il faut ajouter les prêts Alt-A dont le risque de défaut est moindre. Leur part est passée de moins de 3 % entre 2001 et 2003 à 13,4 % en 2006. Les prêts assis sur la plus-value potentielle de la partie du bien non hypothéquée représentaient 14,4 % des nouveaux prêts en 2006, contre moins de 5 % au début de la décennie. Enfin, restent les prêts garantis par l'État *via* le *Federal Housing Administration*, le *Veteran Affairs* et le *Rural Housing Service* dont la part a baissé jusqu'à 2,7 % en 2006.

Jusqu'en 2005, l'illusion a bien fonctionné. Les prix de l'immobilier augmentant de 10 à 15 % l'an depuis 2001, le développement des crédits « *subprimes* » s'était assis sur l'idée qu'ils allaient continuer d'augmenter. Dans le cas de difficultés financières, les ménages pouvaient alors rembourser leur crédit en le refinançant avec un nouveau prêt, ou bien par la revente du bien, en dégagant en plus du *cash* issu de la plus-value, réalisée ou potentielle. Les ménages sont donc devenus involontairement des investisseurs spéculateurs, avec les risques que cela comporte. Ces comportements expliquent la déconnexion croissante entre l'envolée des prix de l'immobilier et l'évolution des déterminants traditionnels : les revenus, les taux d'intérêt, la croissance démographique... La hausse des prix est de plus en plus déconnectée de ses fondamentaux. Les prix de l'immobilier seraient donc surévalués d'environ 20 à 30 %. Avec plus de 10 % de baisse déjà réalisée, l'ajustement devrait encore se poursuivre en 2008.

À partir de 2006, le retournement du marché est venu rompre ce fragile équilibre. La baisse des prix, combinée à la hausse des charges d'intérêt, et surtout l'entrée dans la période de réinitialisation des taux et de remboursement du capital (*resets*) pour les prêts non traditionnels contractés en 2004 mettent à mal la situation financière des ménages qui ne peuvent plus compter sur la vente de leur bien pour effacer leur dette. Les mensualités augmentent jusqu'à atteindre plus de 50 % du revenu des ménages. Les retards de paiement s'accroissent. Fin 2007, 20 % des crédits « *subprimes* » à taux variable connaissent des retards de plus de six mois, contre 10 % en 2005, et presque 6 % sont entrés en procédure de saisie. Le *prime market* connaît lui aussi une montée des difficultés de paiement. En 2008, 250 milliards de dollars de prêts « *subprimes* », 29 milliards de dollars de prêts Alt-A et 82 milliards de dollars de prêts du *prime market* devraient faire l'objet de *resets*. Le nombre de défaillances devrait encore bondir cette année, laissant dans la rue des familles déjà

frappées par le sceau des inégalités et, aussi, des familles issues des classes moyennes.

Le plus troublant dans cette crise immobilière est le jeu pervers auquel ont pu se livrer les organismes de crédit, souvent non bancaires, parfois peu soucieux de la solvabilité des ménages emprunteurs. Basé sur une prise de risque de plus en plus grande et sur l'hypothèse que les hausses de prix allaient se poursuivre, le gain escompté reste sous-dimensionné par rapport aux pertes observées. La diffusion du risque de crédit sur de nombreux investisseurs a, au contraire, affaibli le système financier dans son ensemble, *via* une crise de confiance généralisée vis-à-vis de tous les détenteurs de titres, tandis que les conséquences sociales de crise mettront du temps à être digérées.

Note

1. Nouvelles technologies de l'information et de la communication

Juin 2008 N° ISBN 978-2-35588-003-2

[Mentions légales](#)

[Plan du site](#)

[Aide](#)
