



HAL
open science

Immobilier : jeu dangereux

Catherine Mathieu, Christine Riffart, Hervé Péléraux, Xavier Timbeau, Paola Veroni, Sabine Le Bayon

► **To cite this version:**

Catherine Mathieu, Christine Riffart, Hervé Péléraux, Xavier Timbeau, Paola Veroni, et al.. Immobilier : jeu dangereux. Revue de l'OFCE, Presses de Sciences Po, 2007, pp.197 - 218. 10.3917/reof.103.0197 . hal-03459650

HAL Id: hal-03459650

<https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-03459650>

Submitted on 1 Dec 2021

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

IMMOBILIER: JEU DANGEREUX *

Département analyse et prévision de l'OFCE

Le retournement sur le marché de l'immobilier est désormais engagé de part et d'autre de l'Atlantique. Plus précoce au Royaume-Uni et aux États-Unis qu'en zone euro du fait de resserrements monétaires commencés plus tôt, il ne préfigure heureusement en rien ce qui peut se passer près de chez nous. Les marchés sont et restent déconnectés les uns des autres. Si l'ajustement est particulièrement violent aux États-Unis, c'est que les déséquilibres y ont été plus profonds. L'abondance d'offre de crédits par les banques, permise par la titrisation des créances hypothécaires, a conduit les ménages à agir à leur insu comme des spéculateurs, misant sur la hausse des prix de leur bien pour asseoir leur solvabilité. Or, la réinitialisation (resets) des taux sur les crédits passés combinée à la baisse des prix immobiliers dans de nombreux États américains rend désormais cette dynamique impossible. L'heure des comptes a sonné, jetant de nombreux ménages à la porte de chez eux.

En Europe, la demande de logements s'est refroidie et l'emballlement sur les prix s'est tassé, mais le risque de crise sur le marché de l'immobilier demeure et varie selon les caractéristiques des pays (pratique de prêts à taux variables ou à taux fixes, inflation plus ou moins forte, ...). La situation financière des ménages y est globalement plus solide qu'aux États-Unis, notamment parce que les banques sont davantage encadrées dans leurs critères d'attribution de prêts. Le Royaume-Uni, qui présentait les signes d'un marché en surchauffe, semble avoir apuré ses déséquilibres en douceur, bien que des risques demeurent d'un nouveau retournement. En Espagne, l'ajustement est bien entamé, mais la présence d'investisseurs professionnels n'exclut pas une chute plus marquée. En France, l'offre demeure encore très excédentaire au regard de la demande, ce qui devrait peser encore quelques temps sur les prix.

Partout l'ajustement est en cours et devrait se poursuivre en 2008, avec une violence plus ou moins soutenue aux États-Unis et atténuée en Europe. À ce stade du cycle, une partie de la réponse se trouve dans les mains de la politique monétaire.

* Cette partie a été rédigée par Sabine Le Bayon et Christine Riffart, à l'exception de l'encadré sur l'Allemagne qui a été écrit par Paola Monperrus-Veroni. Ont aussi contribué à cette partie: Catherine Mathieu, Hervé Péléraux et Xavier Timbeau.

Ce qui se passe actuellement sur les différents marchés de l'immobilier de part et d'autre de l'Atlantique n'a sur le fond rien d'exceptionnel. Dans tous les pays, on assiste au retournement d'un cycle de l'immobilier plus ou moins avancé selon sa maturité et lié à une demande des ménages et des investisseurs contrainte par des prix devenus trop élevés, des conditions de financement de plus en plus tendues et une solvabilité qui fait de plus en plus défaut. La demande de logement se tasse. L'offre s'ajustant avec retard, l'excès d'offre pèse sur l'évolution des prix qui ralentissent ou baissent selon les endroits. Ce que nous observons n'est donc que le refroidissement du marché après une poussée de fièvre. Au terme de cette période d'ajustement plus ou moins longue, l'assouplissement de la politique monétaire, la baisse des prix et l'apurement d'une partie des dettes passées restaureront la solvabilité des ménages. Le marché redeviendra plus accessible, et les conditions d'une nouvelle reprise seront installées.

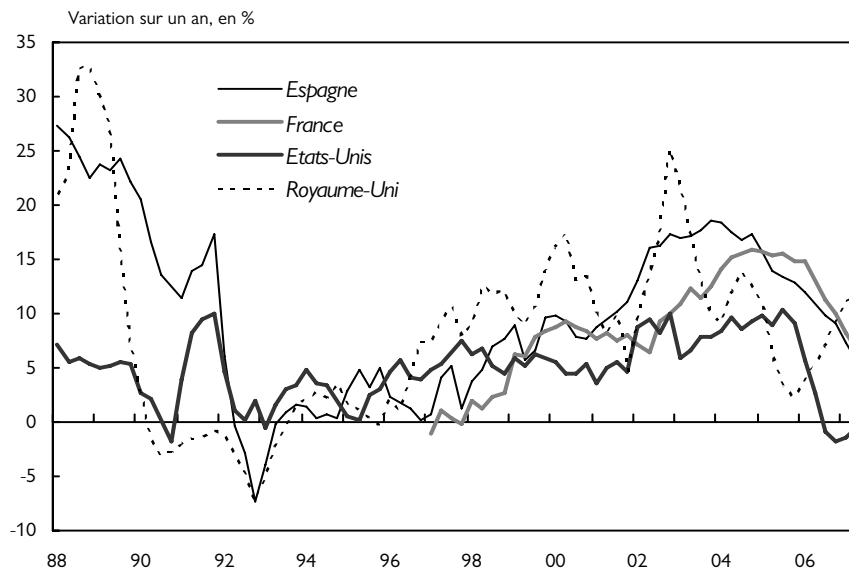
Pour autant, l'ampleur des retournements peut parfois être violente selon le degré de tensions accumulées pendant la phase précédente et le durcissement des conditions de crédits. Aux États-Unis, où la crise immobilière, commencée début 2006, met à mal aujourd'hui la stabilité du système financier international, les déséquilibres ont été particulièrement forts. La sophistication des contrats de crédits hypothécaires proposés aux ménages est allée de pair avec une offre abondante de prêts du fait de la titrisation des créances hypothécaires. Elle a permis, ou en tout cas, donner l'illusion à de nombreux ménages jusqu'alors exclus du marché de la propriété de voir leur rêve se réaliser. Ce faisant, elle a construit tous les mécanismes d'une bulle immobilière, à savoir un système où la dynamique haussière s'entretient d'elle-même. En achetant leur logement à crédit et en le refinançant sur la base de la valorisation de leur bien, les ménages sont devenus spéculateurs à leur insu. Or, au jeu de la spéculation, le gain ou la perte est à la mesure du risque pris, et l'on ne gagne pas toujours.

Si la prise de risque par les banques et *in fine* par les ménages a été poussée à l'extrême aux États-Unis, le resserrement monétaire qui s'y est engagé plus tôt du fait du décalage conjoncturel par rapport à la zone euro a précipité le retournement américain avant les autres. Aujourd'hui, le retournement est généralisé à l'Europe et devient de plus en plus apparent selon les pays. C'est le cas de la France, de l'Espagne et de l'Italie. Seul le Royaume-Uni semble à l'écart de ce mouvement, le ralentissement ayant eu lieu plus tôt et étant resté limité. La zone euro devrait pâtir des ajustements sur le marché immobilier, mais la situation financière des ménages y paraît moins risquée qu'aux États-Unis, notamment parce que la réglementation est telle que les prêts dits « exotiques » sont restés réservés à des cas rarissimes.

Partout, des signaux de ralentissement de plus en plus nets

Les indicateurs d'activité et en particulier de prix, aussi hétérogènes qu'ils soient entre les pays, font état d'un net ralentissement dans le secteur immobilier¹. À l'exception du Royaume-Uni, les prix décélèrent continûment depuis 2004 (cas de l'Espagne) ou 2005 (États-Unis et France). Pour l'instant, on observe un recul seulement aux États-Unis², le rythme de progression des prix restant positif ailleurs (graphique 1). Mais, avec 5 % de hausse, on est loin des rythmes constatés en France et en Espagne avec des pics à plus de 15 %. Au Royaume-Uni, les prix ont ralenti entre 2003 et 2005, mais sont repartis à la hausse depuis 2006 et progressent sur des rythmes de plus de 10 % depuis le début de l'année 2007.

1. Évolution des prix immobiliers



Sources: Ministerio de Vivienda, National Association of Realtors, INSEE.

1. Pour l'Italie, les données de prix immobiliers et d'activité dans le secteur de la construction ne sont pas disponibles sur longue période.

2. L'indice utilisé est celui de la National Association of Realtors (NAR) et porte sur les maisons anciennes. L'indice publié par l'OFHEO ne montre pas de baisse mais un très net ralentissement des prix.

En dépit de ces ralentissements, la hausse des prix est vertigineuse depuis le début de 1997 : 85 % aux États-Unis, 195 % au Royaume-Uni, 200 % en Espagne et 150 % en France à la mi-2007. Seule l'Allemagne est restée à l'écart de ce mouvement, peinant à apurer l'excès d'offre issu de la réunification (encadré 1).

1. Un cas à part : l'Allemagne

L'Allemagne est un des rares pays de la zone euro à avoir échappé à la bulle immobilière au cours des dix dernières années et à ne pas avoir profité de son impact direct sur les dépenses de construction et de son impact indirect passant par les effets richesse. La contribution de l'investissement résidentiel privé, qui pèse pour 60 % des investissements dans le BTP a même été négative entre 1995 et 2005, amputant de 0,1 point par an la croissance du PIB allemand. Mais la situation dans laquelle se trouve actuellement le secteur du bâtiment découle de la bulle immobilière qui avait suivi la réunification. Entre 1992 et 1995 l'investissement en logement avait contribué pour 0,5 point par an à la croissance. Le chiffre d'affaires des entreprises opérant dans le résidentiel avait augmenté de 10 % par an sur la période 1991-1995 en réponse aux excès de demande post-réunification.

Ensuite l'excédent de logements, notamment dans les *Länder* de l'Est s'est manifesté. L'insuffisante qualité de nombreux logements, notamment des immeubles d'après-guerre et des immeubles préfabriqués construits en RDA dans les années 1970 et 1980, les a rendus inadaptés à la demande et a fait grimper le taux d'inoccupation de 3 % en 1990 à 14 % en 2003. Les programmes de démolition subventionnés par les *Länder* se sont accélérés depuis 2001. Le programme d'aide de l'État fédéral, *Stadtumbau Ost*, pour les années 2002 à 2009 devrait aussi contribuer à résorber l'excédent de logements.

D'autres mesures gouvernementales ont eu l'effet contraire et ont déprimé le marché : la suppression de la prime d'accès à la propriété fin 2006 et la hausse de la TVA en 2007 ont déprimé la FBCF résidentielle privée au premier semestre 2007 après des mois d'activité soutenue due à une météo favorable. Ces évolutions peuvent expliquer la baisse des permis de construire et la stagnation des commandes ainsi que le fort ralentissement des encours des crédits finançant l'investissement résidentiel des ménages, qui est intervenu plus tardivement que dans les autres pays européens. Ces éléments ont brouillé l'évolution récente de l'investissement en logement et l'analyse des perspectives de développement du secteur. Néanmoins, même avant ce ralentissement, la progression des encours hypothécaires se faisait à un rythme moyen inférieur à 3 % depuis 2001, sans commune mesure avec les hausses enregistrées dans les autres pays de la zone euro.

Des facteurs structurels prônent pour des perspectives limitées de croissance du secteur. La diminution et le vieillissement de la population ne laissent pas entrevoir une amélioration structurelle de la demande. Le poids de ces évolutions démographiques sur l'équilibre du système de protection sociale appelle des comportements d'épargne de précaution pour financer la couverture des risques vieillesse et santé. Cependant, dans un avenir plus proche la résorption progressive des excédents d'offre se couplerait d'une progression plus dynamique du revenu disponible des ménages, qui pourrait induire une modification de leur comportement d'investissement.

Les statistiques européennes de mises en chantier montrent également un moindre dynamisme depuis plusieurs trimestres. Aux États-Unis, le recul des mises en chantier depuis le début 2006 est tel que leur niveau est revenu à celui de 1997. En France, la baisse enregistrée depuis fin 2006 a fait suite au tassement de la fin 2005 (à l'exception de la récupération observée ces derniers mois, mais qui n'efface pas l'ajustement en cours). En Espagne, le ralentissement est avéré depuis 2005 et quoique très chahutées pour des raisons réglementaires (voir dans ce dossier la fiche « Espagne: croissance hypothéquée » pour plus de détails), les dernières données de permis de construire accordés laissent augurer un repli. Enfin, au Royaume-Uni, où l'offre est peu élastique aux prix, l'accélération de l'offre en 2003 et 2004 a fait place à un tassement depuis lors. Au final, le tassement des mises en chantier a été général en 2006 (tableau 1) et devrait se poursuivre en 2007.

1. Croissance des mises en chantier

Variation annuelle, en %

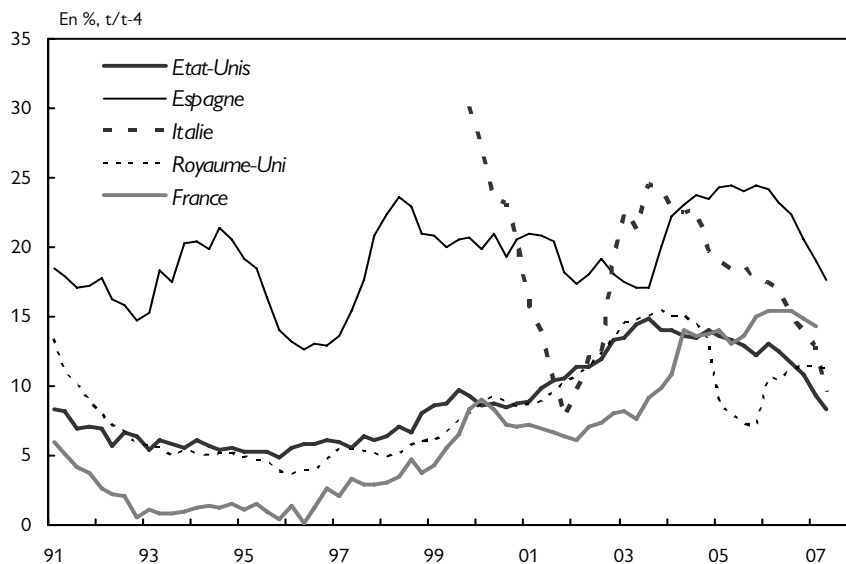
	États-Unis	Royaume-Uni	France	Espagne
Pic (2003 ou 2004)	8,4	10,0	14,4	14,6
2006	-12,6	2,1	3,2	6,1

Sources : Ministerio de Vivienda, Census bureau, ONS, INSEE.

À l'origine de ces ajustements, la demande a décéléré dans tous les pays. Les crédits ont ralenti, ce qui se reflète dans les évolutions d'encours de prêts hypothécaires (graphique 2). Ceux-ci ont ralenti des deux côtés de l'Atlantique: en 2003 au Royaume-Uni avant de réaccélérer, depuis 2004 en Italie et aux États-Unis, en 2006 en Espagne et dans une moindre mesure en France.

La raison du ralentissement de la demande est commune à la plupart des pays: il s'agit de la dégradation de la solvabilité des ménages. Le resserrement de la politique monétaire depuis plusieurs années déjà a renchéri le coût du crédit. Sa combinaison avec l'augmentation vertigineuse des prix a peu à peu écarté du marché immobilier les ménages, en particulier les primo-accédants.

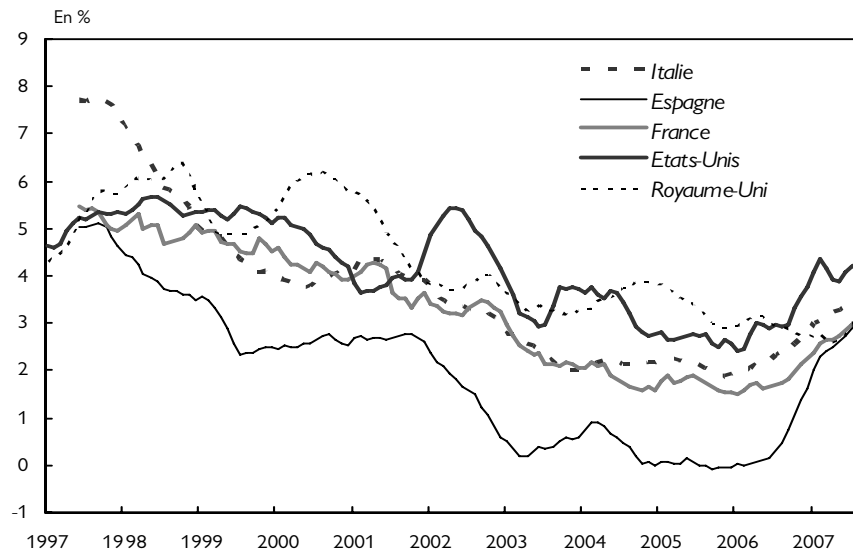
2. Variation de l'encours de dette hypothécaire



Sources : Instituts de statistiques nationaux.

Les hausses de taux hypothécaires, quoique décalées dans le temps et d'ampleur inégale, ont concerné tous les pays. En raison des décalages de conjoncture, la Banque d'Angleterre a remonté ses taux directeurs fin 2003, la Réserve fédérale lui ayant emboîté le pas en juin 2004 et la Banque centrale européenne (BCE) fin 2005. La transmission du resserrement de la politique monétaire aux taux hypothécaires a été différente au sein de la zone euro. Depuis le creux d'octobre 2005, les taux hypothécaires ont ainsi augmenté de 0,8 point seulement en France, de 1,3 point en Italie et de 2,1 points en Espagne. La hausse des taux courts semble se répercuter plus vivement et plus rapidement sur les emprunts à taux variables que l'évolution des taux longs sur les emprunts à taux fixes, ce qui expliquerait que les ménages espagnols (qui empruntent à taux variable majoritairement) voient les taux monter plus rapidement que les ménages français par exemple (endettés surtout à taux fixe). Aux États-Unis, la hausse des taux hypothécaires sur le marché conventionnel a été limitée depuis le point bas de la mi-2004 (+ 1,4 point), tout comme au Royaume-Uni depuis fin 2003 (+ 1,1 point). Dans un contexte de décélération récente de l'inflation, l'augmentation des taux hypothécaires réels a été plus forte, à l'exception du Royaume-Uni (graphique 3). Ceci a donc d'autant plus amputé le pouvoir d'achat des ménages durant les derniers mois.

3. Taux d'intérêt hypothécaire réels *



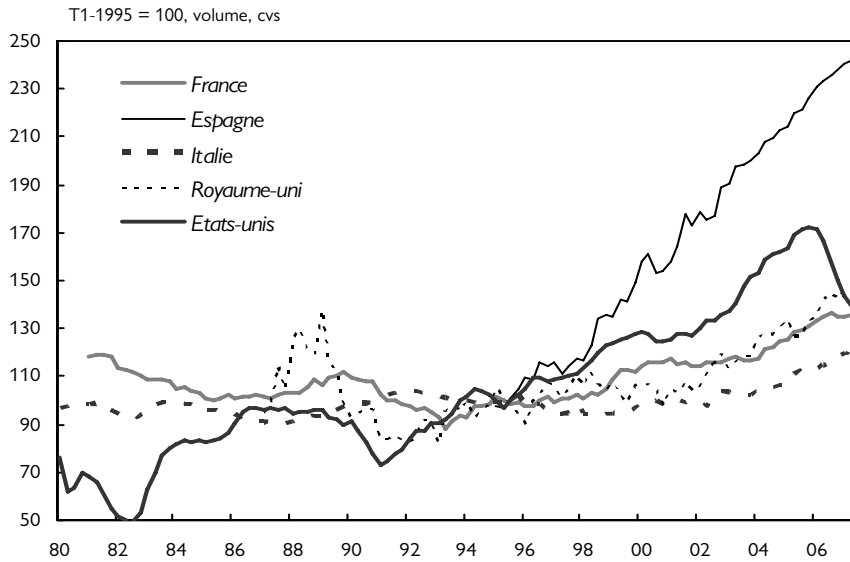
* Les taux nominaux sont déflatés de l'inflation lissée sur les six mois précédents.
Sources : Banques centrales nationales.

Le gonflement de l'offre de logements neufs qui a précédé le retournement, stimulé par une plus grande rentabilité au fur et à mesure que les prix montaient pose la question d'un excès d'offre à court ou moyen terme, qui amplifierait le ralentissement en cours de la progression des prix ou leur baisse. En s'appuyant sur le graphique 4, la hausse de l'investissement en logement durant la dernière décennie apparaît limitée en Italie, nette en France et au Royaume-Uni, très importante aux États-Unis et surtout en Espagne.

Pour juger plus précisément de l'évolution plus structurelle de l'offre, il est intéressant de corriger les données d'activité dans ce secteur par la population. Le graphique 5 qui représente le nombre de logements mis en chantier pour 1 000 habitants, nuance ainsi le diagnostic pour le Royaume-Uni. Le ratio est resté quasiment stable autour de 3,7. L'offre de logements, structurellement insuffisante, est d'ailleurs une des priorités de Gordon Brown qui souhaite la faire progresser de 250 000 par an d'ici 2010 (les mises en chantier étaient de 230 000 en 2006). À l'inverse, en France et aux États-Unis, l'offre initiée pour 1 000 habitants a été plus dynamique, passant d'un creux de 4 à 7 mises en chantier pour 1 000 habitants en 2005.

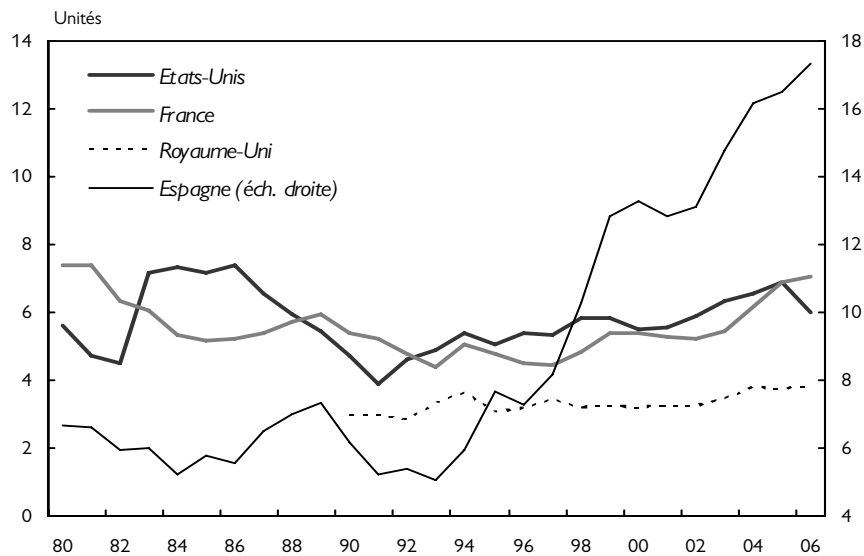
Aux États-Unis, où la demande a reposé davantage sur des conditions de financement très attractives et sur l'accession à la propriété de catégories de population jusque là exclues de ce marché, que sur

4. Investissement logement



Sources : Instituts de statistiques nationaux.

5. Mises en chantier pour 1 000 habitants



Sources : Ministerio de Vivienda, Census bureau, ONS, INSEE.

des facteurs démographiques, l'offre devrait s'ajuster fortement, la distribution de crédit étant amenée à être plus restrictive avec la crise financière. Malgré tout, l'excès d'offre persiste comme en témoigne l'évolution des stocks de logements invendus. Ces derniers atteignaient 4,6 millions d'unités en juillet 2007 contre environ 2 millions entre 1999 et 2005. Le décalage entre une demande peu dynamique et une offre toujours élevée explique la chute des prix dans ce pays.

En France, l'accélération du nombre de ménages (due à la hausse de la fécondité et à la décohabitation) et des achats immobiliers réalisés par des non résidents³ (qui ont représenté en valeur 0,6 point de PIB en 2003, contre 0,1 point en 1990) ont été des facteurs structurels supplémentaires qui, en plus du bas niveau des taux, justifiaient une demande et donc une offre plus élevée. Néanmoins, l'offre est excédentaire par rapport à la demande. À environ 90 000 unités, le stock de logements invendus est presque revenu au pic de 1992 (102 000).

Le cas de l'Espagne est en revanche plus préoccupant: le nombre de mises en chantier, qui était de l'ordre de 6 pour 1 000 habitants en moyenne entre 1980 et 1994 a bondi à 17 pour 1 000 en 2006. Ce niveau élevé est en partie justifié par des besoins visiblement plus importants que dans les autres pays européens. Il y d'abord un rattrapage nécessaire du parc immobilier par rapport à l'habitat européen, en termes de taille ou de pièces. Selon Eurostat, 19 % des ménages espagnols vivaient dans des conditions de surpopulation en 1996 (contre 4 % au Royaume-Uni et 8 % en France). Ce ratio a baissé à 14 % en 2001 et il est probable que cette amélioration se soit poursuivie depuis. Les données relatives au nombre de pièces par personne confortent ce diagnostic: on comptait 1,6 pièce par personne en 1996 en Espagne (contre 1,9 en France et 2,2 au Royaume-Uni à la même époque), avant de passer à 1,9 en 2001. Un autre argument à cette hausse réside dans le fait que, de 1996 à 2003, la demande de logements de la part de non résidents a fortement augmenté. D'après les données de la Banque d'Espagne, l'investissement immobilier étranger est passé de 0,2 point de PIB à 0,9 point sur cette période. Depuis lors, on a toutefois observé un large tassement (0,4 point en 2006). Cette demande, émanant principalement de touristes britanniques et allemands désireux de posséder une résidence secondaire sur les côtes espagnoles, a soutenu la construction. Enfin, un argument démographique intervient. Depuis 1996 le nombre de ménages a crû de 2,5 % par an en moyenne, soit beaucoup plus rapidement qu'au début des années 1990. Toutefois, le nombre de constructions initiées pour des raisons spéculatives n'est sans doute pas négligeable. À cet égard,

3. Dans les données de balance des paiements, on ne peut pas faire de distinction entre les achats de logements, de bureaux ou d'usines. L'investissement immobilier total est cependant susceptible de varier comme le seul investissement résidentiel.

l'évolution des crédits d'exploitation accordés aux promoteurs et aux constructeurs (majoritairement à court terme) est inquiétante (+ 45 % sur un an fin 2006). Aux premiers signes de stagnation ou de baisse des prix, ces professionnels pourraient chercher à vendre massivement leurs stocks, ce qui entraînerait un ajustement plus important des prix.

De la spécificité américaine

À la différence de ce qui se passe sur les marchés européens, le marché immobilier américain accuse un retournement violent depuis deux ans et surtout entretient une relation étroite avec les marchés financiers internationaux qui a rendu ceux-ci incroyablement vulnérables à un tout petit segment de l'économie réelle américaine (voir dans ce dossier « La finance mondiale dans la tourmente »). Comme cela a déjà été développé précédemment⁴, la montée du risque immobilier aux États-Unis s'est développée dans un contexte d'envolée des prix, de bas taux d'intérêt et d'innovations financières de la part des banques qui ont accru l'offre de crédit aux ménages. Aujourd'hui, à l'heure des comptes, le risque s'est déclaré. La montée des taux de défauts des prêts hypothécaires à taux variable dévoile le revers de la médaille de la folle expansion des années précédentes.

La panique qui a gagné cet été les marchés financiers est à la mesure des risques pris pendant la première moitié des années 2000. De 2003 à 2005, de nombreux ménages sont devenus propriétaires de leur logement alors même que le marché devenait de plus en plus inaccessible. Jamais les ventes n'avaient été aussi élevées, les mises en chantier et les prix aussi dynamiques. La dette des ménages a augmenté dangereusement mais la hausse de la richesse personnelle assurait le contrepoint. Surtout le comportement des banques et des ménages est devenu fallacieux avec le développement de produits atypiques, ou autrement dit « exotiques ». En repoussant les limites de l'endettement des ménages par un assouplissement des critères d'attribution des prêts immobiliers et des pratiques parfois frauduleuses, les banques ont placé de nombreux ménages dans des situations potentiellement explosives. Troublés par cette période doucement euphorique, les ménages se sont laissés bercer d'illusions. Misant non pas sur leur revenu mais sur des anticipations de hausses des prix pour rembourser leur prêt, les ménages sont devenus spéculateurs, sans même le plus souvent le savoir. Différés de paiements, *teaser rates*, amortissement négatifs ont été autant de possibilités destinées à alléger les mensualités les premières années et à permettre aux ménages les plus fragiles de se

4. « La fin de l'*American Dream* », Revue de l'OFCE n° 101, avril 2007.

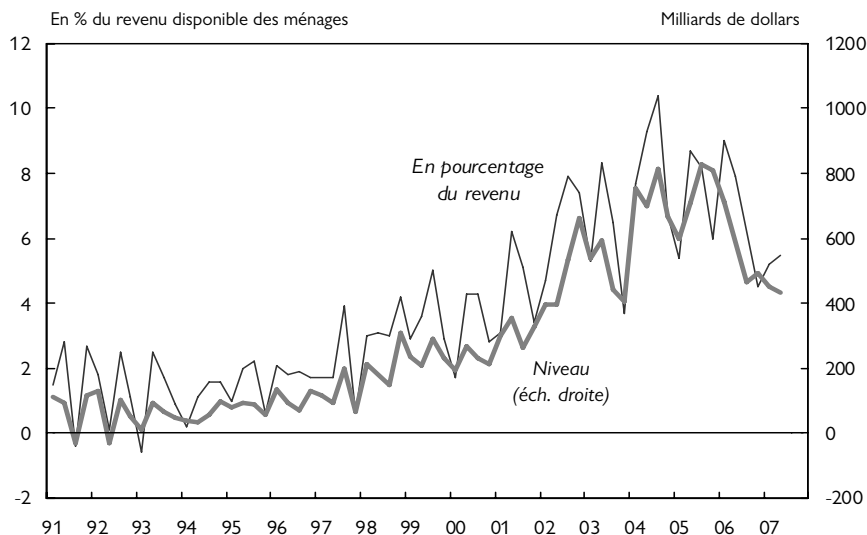
maintenir sur le marché du crédit. Ensuite, le refinancement adossé à la hausse des prix de l'immobilier avec le plus souvent extraction de liquidité devait permettre l'extinction d'un premier prêt au profit d'un second, parfois tout aussi complexe. La valorisation du bien acheté permet à elle seule de perpétuer cette logique de refinancement, sachant qu'à terme, la vente éteindra la dette.

La hausse des taux d'intérêt engagée fin 2004 a mis longtemps à mordre véritablement sur l'activité immobilière. Elle s'est mêlée dans un premier temps (2004-2005) à l'explosion de crédits à risque. L'emballlement des prix de l'immobilier nécessitait des montages financiers de plus en plus complexes et osés. Progressivement, les prêts ont ralenti, et surtout le ralentissement des hausses de prix s'est combiné avec la multiplication des réinitialisations des taux (*resets de taux*) sur les prêts à taux variable des générations précédentes. La confrontation ralentissement/baisse de prix et choc de paiement (*payment shock*) sur les mensualités dues au changement du mode de calcul des mensualités devient alors un cocktail explosif.

Au moment de la réinitialisation des prêts contractés entre 2004 et 2006 (notamment les prêts *subprime 2/28* et *3/27 Adjustable Rate Mortgage (ARM)* dits *exploding ARM*, mais aussi les *Interest Only Mortgage Payments* ou encore les *Payment Option ARM* sur le marché conventionnel⁵), les ménages peuvent voir leur mensualité augmenter de 30, voire 50 %, ce qui rapporté à leur revenu, n'est plus nécessairement supportable. Si tel est le cas et que la valeur du logement est supérieure à la dette due, le ménage peut alors tenter de refinancer son crédit auprès de sa banque par un nouveau prêt, et faire par la même occasion de l'extraction hypothécaire. Selon Freddie Mac, l'appréciation médiane des prêts refinancés est de 23 % au deuxième trimestre 2007 contre un maximum à 34 % un an plus tôt. Malgré le retournement des prix, l'extraction hypothécaire (*home equity*) demeure globalement positive et profite encore à plus de 80 % des ménages qui renégocient. En incluant les lignes de crédits adossées aux plus-values latentes, elle représente un peu plus de 4 % du revenu des ménages, soit deux fois moins qu'au moment du pic de 2004-2005 (graphique 6). Dans ce contexte, les refinancements restent le moyen privilégié par les ménages pour rembourser la banque.

5. Les *Interest Only Payment* sont des prêts qui permettent de ne payer que les intérêts pendant une période spécifiée (3 à 10 ans) puis de revenir à des conditions classiques de remboursement. En général, le taux est fixe la première phase et révisable par la suite. Les *Payment Option ARM* proposent des mensualités initiales très faibles calculées la première année sur un taux d'appel excessivement bas (*teaser rate*) applicable les trois premiers mois puis qui progresse selon un indice de taux, augmenté d'une marge fixe jusqu'à retrouver les conditions classiques. L'emprunteur peut opter pour un paiement minimum: les mensualités ne couvrent pas l'intégralité des charges d'intérêt. Les intérêts sont alors capitalisés: on parle d'amortissement négatif. Enfin les prêts *subprime 2/28* (resp. *3/27*) *ARM* fonctionnent comme des *Payment Option ARM* sauf que le taux initial s'applique pendant 2 ans (resp. 3) avant d'être révisé régulièrement pendant les 28 (resp. 27) années restantes.

6. Extraction hypothécaire nette



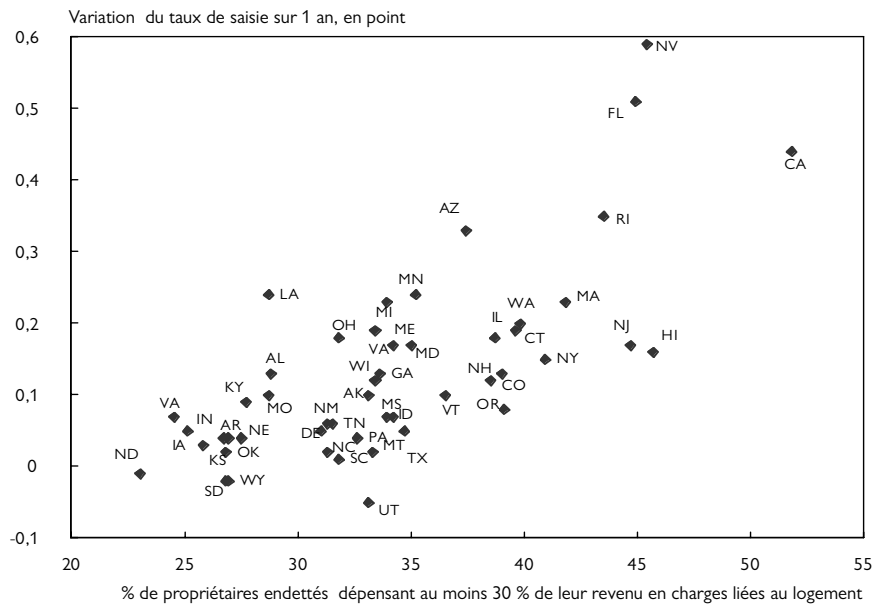
Source: Board of Governors, Réserve fédérale.

Le ménage peut également chercher à rembourser en vendant sa maison. Cela dépend néanmoins des endroits. Si le prix de l'immobilier continue de progresser à en juger l'indicateur global de ventes répétées construit par l'OFHEO (l'indicateur construit par Case et Shiller et basé sur des méthodes proches indique une baisse voisine de 4 %), les variations sont différentes d'un état à l'autre, d'une métropole à l'autre. Ainsi, en Californie et dans le Nevada, les prix ont baissé sur un an de 1,4 % et 1,5 % alors qu'ils ont progressé de près de 10 % dans d'autres états. Dès lors que le capital net (*net equity*) est négatif, la situation financière devient périlleuse. Les retards de paiements se multiplient, se terminant parfois par la saisie (graphique 7).

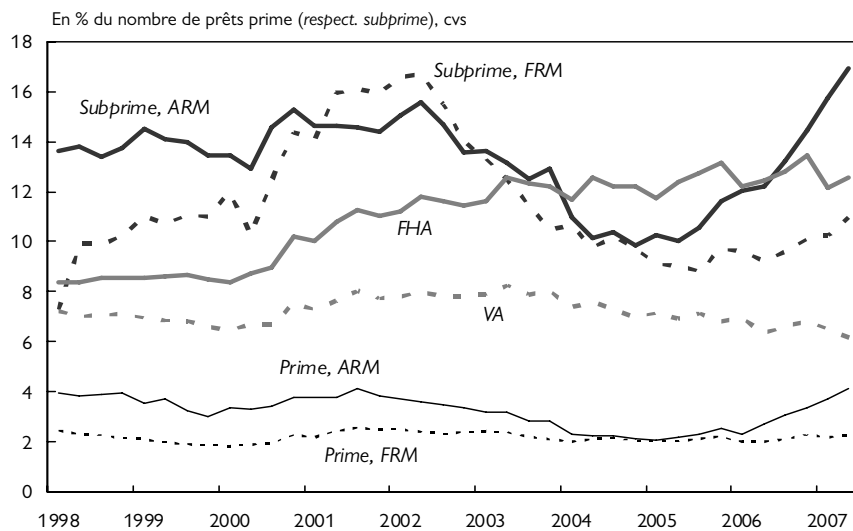
C'est pourquoi la dégradation de la situation financière des ménages s'est accélérée en 2007 avec les resets des prêts de la génération 2004-2005 et la baisse des prix. Les taux de défaillances ont augmenté. Au deuxième trimestre 2007, 5,1 % des prêts font l'objet de retards de paiements d'au moins trente jours, contre 4,4 % un an plus tôt. Les saisies de logements par les bailleurs concernent au total 1,4 % des dossiers contre 1 % précédemment. Cette hausse est concentrée sur les crédits à risque, et notamment les *subprime*. Près de 17 % des prêts *subprime* ARM (soit un sur six) ont des retards de paiement, contre 10 % en 2005. Depuis 2006, le problème se propage également sur des segments qui étaient jusqu'alors relativement protégés: les *subprime* à taux fixe et les prêts sans risque à taux variables (graphique 8). La hausse des saisies de logements est particulièrement forte sur les crédits

subprime à taux variable depuis le début de l'année 2006, mais aussi progressivement sur les deux autres segments (graphique 9).

7. Charges financières et taux de saisie par État

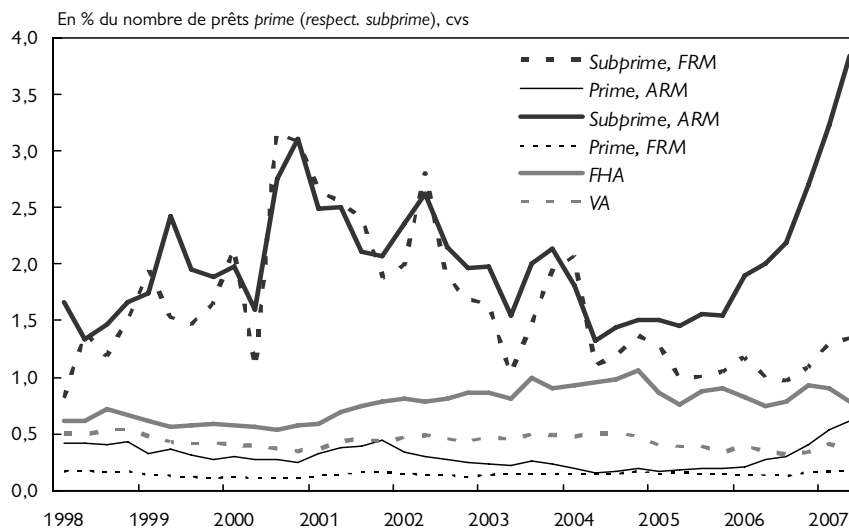


8. Retards de paiements (d'au moins 30 jours) sur les crédits hypothécaires



■ Département analyse et prévision

9. Nouvelles saisies de logements



Source : National delinquency survey, Mortgage Bankers Association.

Au final, près de 10 % des crédits *subprime* et 1 % des crédits *prime* connaissent de très sérieuses difficultés (retards de paiements depuis plus de 90 jours, procédures de saisie). Si l'on rajoute à cela les prêts non conventionnels du *Federal Housing Administration* (FHA) et du *Veterans Affairs* (VA), c'est-à-dire ceux garantis par l'État, qui sont en difficulté, ce sont au final près de 15 % de crédits qui posent problème, soit 1 350 milliards sur un encours total d'environ 9 000 milliards de dollars (tableau 2).

2. Composition de l'encours de prêts hypothécaires

	Composition de l'encours de crédits hypothécaire fin 2006	Retards de paiements de plus de 30 jours (T2/2007)	Saisies, stock (2 ^e trimestre 2007)
<i>Prime FRM</i>	60,8	2,3	0,4
<i>Prime ARM</i>	15,8	4,2	1,3
<i>Subprime FRM</i>	5,9	11,0	5,5
<i>Subprime ARM</i>	7,9	16,9	
<i>FHA FRM</i>	6,5	12,6	2,2
<i>FHA ARM</i>	0,6		
<i>VA loan</i>	2,6	6,2	1,0
Total	100	5,1	1,4

Source : National Delinquency Survey, MBA.

Cette montée des risques liée à un système pervers dans lequel les ménages se sont engouffrés est pourtant loin d'être achevée, à en juger les très mauvaises performances de la génération des prêts de 2006. Les notes sur les titres *Residential Mortgage Backed Securities* adossés aux *subprime* de second rang ont été cinq fois plus révisées que celles sur la génération de 2005. Les révisions ont touché 14 % des titres de second rang et 1,5 % des premiers rangs. Selon les données de Merrill Lynch, publiées par le Fonds monétaire international (FMI), les défauts de paiements sur la génération de prêts *subprime* de 2006 culminent à plus de 13 % après seulement 18 mois d'émission. Sur la même période, les défauts sur la génération 2005 étaient de seulement 8 %. Même les crédits de l'année 2000, particulièrement peu performants avaient été plus résistants ! Mais surtout, en reprenant l'historique des taux de défauts par génération, les difficultés de paiements atteignent leur pic entre le 24^e et le 30^e mois d'émission du prêt. Certains n'hésitent pas à avancer que 20 à 25 % des prêts *subprime* émis en 2006 connaîtraient des difficultés de paiements. Ces difficultés seraient concentrées sur l'année 2008.

Quant à la génération des *subprime* 2007, le pire serait à venir: le taux moyen de sérieuses difficultés (retards de plus de soixante jours, entrée en procédure de saisie, saisies) sur les titres émis en 2007 est plus élevé que celui sur les titres de 2006. Selon Moody's, près de 6 % des prêts *subprime* émis au cours de la première moitié de l'année 2007 et titrisés ont déjà connu des difficultés au cours des trois premiers mois d'existence (contre 4 % sur la même période en 2006).

L'épuisement des remboursements par refinancement du fait de la fin des *home equity* positifs dans de nombreux endroits devrait continuer de poser problème avec le développement des *resets* que l'on prévoit très élevés jusqu'à la fin de 2008. Selon certaines banques, les *resets* pourraient concerner 515 milliards de prêts à taux variables en 2007 et 680 milliards en 2008, dont 400 et 500 milliards de crédits *subprime* sur chacune des années. Selon d'autres, ils seraient moins importants mais en hausse par rapport à 2007. Si l'on fait l'hypothèse d'un *reset* de taux de 300 points de base, le surcout d'intérêt à payer serait compris entre 7 et 20 milliards de dollars en 2008.

À ce stade, la politique que la Réserve fédérale va mener à l'horizon des prochains mois devient cruciale. L'indice de taux utilisé dans les *resets* varie selon les contrats. L'indice peut s'appuyer sur le COFI⁶, la moyenne des bons du Trésor à 1 an ou bien sur un taux plus volatile tel que le LIBOR à un, six ou douze mois. Or, au-delà des dérèglements des derniers mois (le taux du LIBOR s'est envolé alors que les bons du Trésor bénéficiaient d'un effet « qualité »), tous sont plus ou

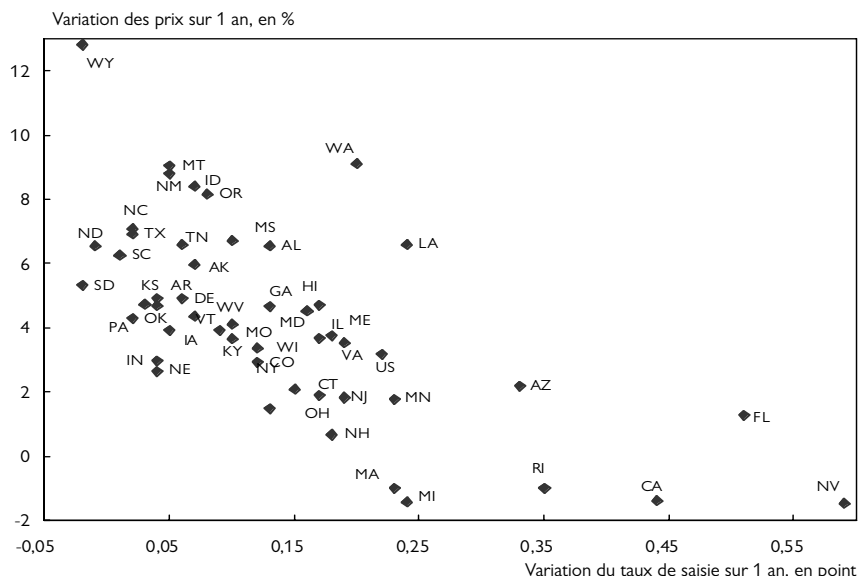
6. Le *Cost-of-funds index* (COFI) est le taux d'intérêt mensuel pondéré payé par les institutions d'épargne établies dans le 11^e district en Arizona, Californie et Nevada.

■ Département analyse et prévision

moins indexés sur le taux des *Fed Funds*. Une baisse d'un point peut alléger la charge d'intérêt des ménages de 2 à 7 milliards de dollars, et éviter des situations dramatiques.

En 2008, le marché devrait donc rester fortement déprimé. Les refinancements devraient continuer de baisser avec la baisse des prix à attendre tant que l'excès d'offre persistera et que l'accessibilité ne sera pas revenue. Pour l'heure, le marché reste saturé de logements invendus. En septembre, les stocks se situent à 4,500 millions, et le délai de vente est voisin des neuf mois. Or, à en juger le lien qui unit le taux de saisie et l'évolution des prix (graphique 10), les perspectives pour 2008 restent très mauvaises.

10. Prix et taux de saisie par État



Sources : National Delinquency Survey, Mortgage Bankers Association, OFHEO.

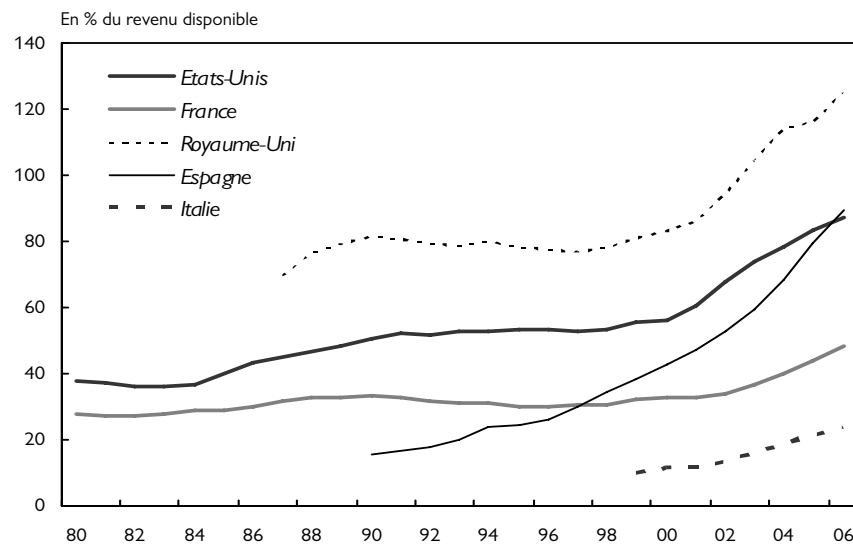
Un risque relativement contenu pour les ménages

La situation financière des ménages n'apparaît pas alarmante en Europe au regard de celle des États-Unis. Les prêts du type *subprime* sont restés limités. La prise de risque des ménages a été moindre dans l'ensemble. Il n'en reste pas moins que les pays où l'endettement a majoritairement été contracté à taux variable sont ceux où la situation des ménages est devenue plus fragile et cet état de fait devrait perdurer tant que la répercussion de la hausse des taux directeurs sur les taux

hypothécaires n'est pas achevée. La hausse récente des taux courts, en lien avec les turbulences sur les marchés monétaires et financiers (voir dans ce dossier « La finance mondiale dans la tourmente »), est à cet égard défavorable pour les ménages dont les emprunts sont indexés sur les taux courts.

La situation financière des ménages est hétérogène entre les pays. En Italie, et même en France, l'endettement hypothécaire⁷ des ménages est relativement limité (respectivement 24 et 49 % du revenu disponible des ménages en 2006). Aux États-Unis, en Espagne et surtout au Royaume-Uni, la situation est plus inquiétante (graphique 11). La dette hypothécaire des ménages représentant respectivement 87, 90 et 125 % de leur revenu en 2006.

11. Taux d'endettement hypothécaire des ménages



Sources : Banques centrales nationales.

Il faut cependant relativiser ses chiffres, car l'endettement hypothécaire contracté est assis sur un patrimoine immobilier lui-même en forte augmentation. Ce dernier a en effet atteint un niveau exceptionnellement élevé : 870 % du revenu disponible des ménages en Espagne, 440 % au Royaume-Uni, 230 % en France et 200 % aux États-Unis. Si l'on ajoute le patrimoine financier, on obtient un patrimoine

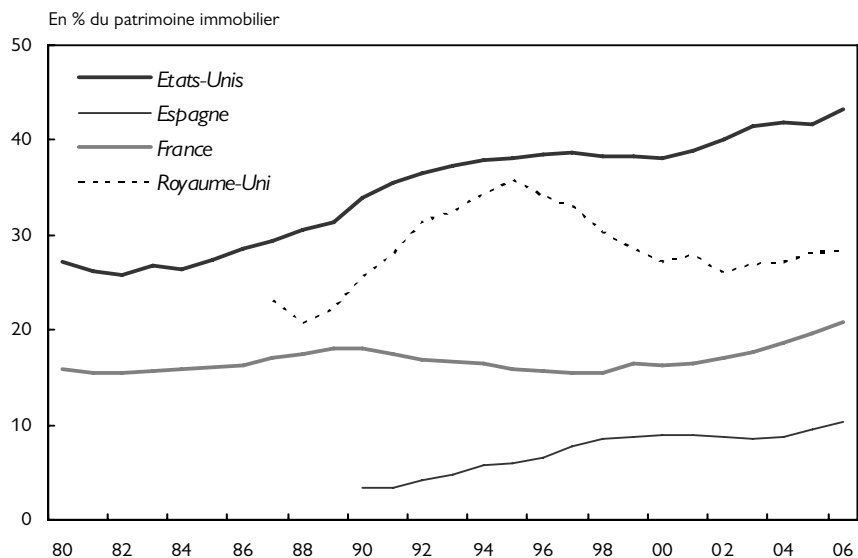
7. On parlera ici pour simplifier de dette hypothécaire pour parler des dettes gagées sur un collatéral, l'hypothèque étant majoritairement utilisée dans le cas d'un emprunt immobilier dans la plupart des pays.

■ Département analyse et prévision

total représentant respectivement 1150 %, 730 %, 525 % et 620 % du revenu disponible. En rapportant la dette hypothécaire au patrimoine hypothécaire, on voit que ce ratio reste contenu (graphique 12). La dette hypothécaire apparaît donc largement garantie par le patrimoine immobilier. Quelques bémols doivent toutefois être émis concernant les États-Unis. Ce ratio y augmente structurellement et a atteint 43 % en 2006, l'endettement hypothécaire étant utilisé aussi par les ménages pour dégager des liquidités utilisées à d'autres fins, en déconnexion avec le patrimoine. Ce ratio est plus faible ailleurs, de l'ordre de 30 % au Royaume-Uni, de 28 % en Italie, de 20 % en France et de 10 % en Espagne.

L'analyse microéconomique dans le cas français conforte le constat positif dressé sur la base des données macroéconomiques, les risques pour les ménages français apparaissant relativement limités. Selon l'enquête patrimoine réalisée en 2002, le taux d'effort était très élevé pour seulement 5 % des ménages et les prêts étaient largement assis sur le patrimoine (encadré 2).

12. Dette hypothécaire des ménages



Sources : Banques centrales nationales.

2. Du niveau macroéconomique au niveau microéconomique : l'analyse de l'enquête patrimoine 2003-2004 en France

L'enquête patrimoine réalisée par l'INSEE et dont la dernière version remonte à 2003-2004 permet d'appréhender la distribution des charges financières des ménages, de leur dette, de leur patrimoine et de leur revenu. On se concentrera ici sur l'analyse de deux ratios : le taux d'effort qui rapporte les mensualités au revenu d'un ménage et le taux d'exposition des ménages qui mesure le rapport de leur dette à leur patrimoine. Ces ratios concernent tous les ménages, hors entrepreneurs individuels. Cette enquête ayant été réalisée en 2003 et 2004, elle minore sans doute les résultats que l'on pourrait attendre aujourd'hui, la dette ayant fortement augmenté ces dernières années.

L'étude de la distribution du taux d'effort permet de constater que pour la moitié des ménages il est inférieur à 23 % et que pour les trois-quarts des ménages il est inférieur à la « norme » de 33 %. Il est supérieur à 50 % pour moins de 10 % des ménages, taux à partir duquel le risque est non négligeable pour ces ménages d'avoir des difficultés de remboursement, en cas de dépenses imprévues ou de baisse du revenu.

En ce qui concerne le taux d'exposition, il permet de juger de l'exposition des ménages à un risque de non remboursement total de la dette en cas de saisie ou de changement de situation nécessitant une revente du patrimoine. Ce qui pourrait être le cas pour les ménages dont le ratio n'est pas très éloigné de 100 %. Le taux d'exposition moyen est de 26 %. Il est inférieur à 19 % pour la moitié des ménages et est inférieur à 50 % pour 85 % des ménages. Il est supérieur à 77 % pour seulement 5 % des ménages. Ce sont donc ces derniers qui apparaissent réellement soumis au risque de chute des prix immobiliers, dans le cas où ils seraient contraints de revendre leur bien immobilier.

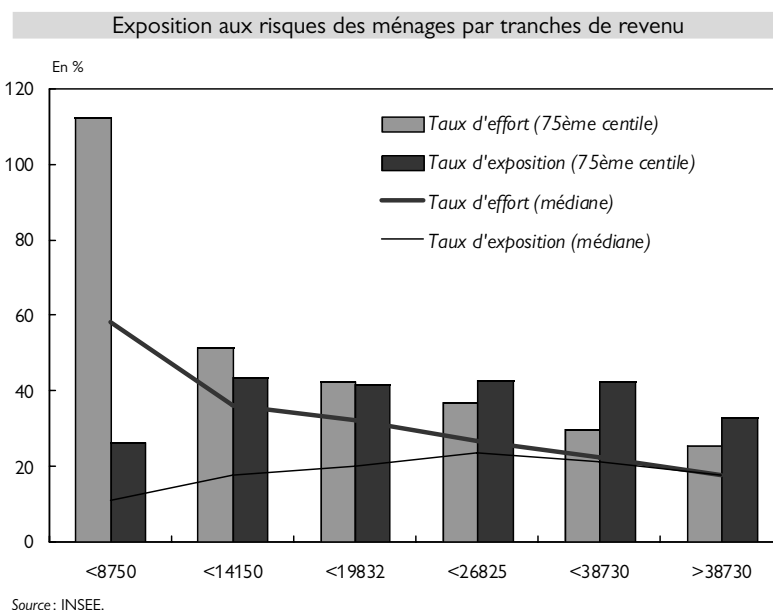
L'analyse des ratios par tranche de revenus permet d'affiner le constat :

— le taux d'effort diminue logiquement au fur et à mesure que le revenu s'élève. Le taux d'effort médian est de 58 % pour la tranche la plus basse (2 % des ménages) et de 18 % pour la plus haute (32 % des ménages). Il y a une franche baisse entre la première et la deuxième tranche, puisque pour cette dernière le taux d'effort médian n'est plus que de 36 %. Les différences sont plus marquées si l'on s'intéresse non plus au taux d'effort médian mais à celui du 75^e centile. Le taux d'effort est ainsi inférieur ou égal à 112 % pour 75 % des ménages de la première tranche, ce chiffre est de 51 % dans la deuxième, autour de 39 % dans les deux suivantes et de 28 % dans les deux dernières. Il y a donc quelques ménages qui supportent des mensualités très élevées au regard de leur revenu, notamment ceux appartenant à la tranche la plus basse. Cette catégorie prend en compte les personnes ayant perdu leur emploi, ainsi que les ménages pauvres soumis à l'endettement pour leur consommation courante.

— pour le taux d'exposition médian, on observe une courbe en cloche. Ce ratio est le plus faible pour la première tranche (10 %). Il s'élève jusqu'à la quatrième tranche (à 23 %) et redescend ensuite pour atteindre 18 % pour la dernière tranche. C'est à peu près le même schéma qu'on peut observer sur la base du taux d'exposition au 75^e centile. Le taux d'exposition est ainsi de

■ Département analyse et prévision

26 % pour 75 % des ménages de la première tranche, il est de 42 % en moyenne dans les quatre suivantes et de 33 % dans la dernière. La faible exposition des ménages les plus pauvres et des plus riches s'explique car les premiers ne peuvent pas prétendre à un endettement élevé et les seconds bénéficient d'un apport important. Leur dette immobilière est donc peu élevée au regard de leur patrimoine, plus diversifié.



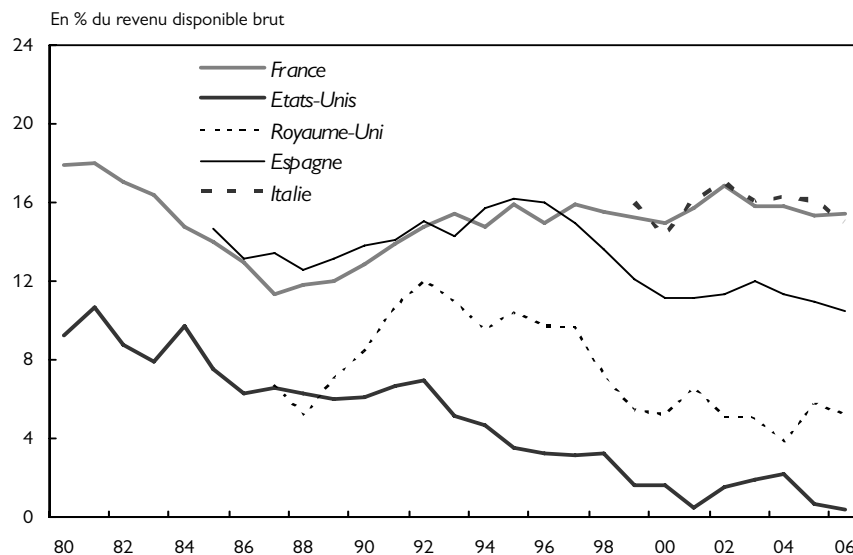
En cohérence avec l'hétérogénéité des conditions de taux sur les crédits (fixes ou variables), l'augmentation des charges d'intérêt a été plus ou moins élevée selon les pays. Au Royaume-Uni où la hausse des taux est intervenue plus tôt et où les ménages sont majoritairement endettés à taux variables, cette hausse a atteint 1,5 point de revenu disponible. En Espagne, où la plupart des taux sont renégociés tous les ans, l'augmentation a atteint 1,1 point. En Italie, elle a été un peu inférieure (+ 0,7 point). Elle a été quasiment nulle en France (+ 0,1 point). La remontée des taux pèse déjà sur les charges de remboursement des ménages dans plusieurs pays et ce mouvement devrait se poursuivre dans les prochains trimestres, même s'il resterait limité en l'absence de resserrement supplémentaire des politiques monétaires.

Une autre fragilité des ménages aux États-Unis, mais aussi au Royaume-Uni, tient à la faiblesse de leur épargne, qui les rend plus vulnérables aux variations de revenus et/ou des différentes charges financières. En Espagne, ce risque apparaît moindre, malgré la baisse continue du taux d'épargne depuis 1995 (- 6 points de revenu). Enfin, en France et en Italie, le taux d'épargne reste élevé, autour de 15 %, en dépit de la baisse initiée en 2003 dans ces deux pays. Les ménages y ont donc des marges de manœuvre importantes pour faire face à d'éventuelles déconvenues financières (graphique 13).

Si le taux de défaut des ménages sur leurs emprunts a sensiblement augmenté aux États-Unis, il reste quasiment stable en Europe, mettant fin à la baisse observée durant la dernière décennie. Il devrait remonter peu à peu, mais la situation alarmante observée aux États-Unis (principalement sur le marché *subprime*) n'est *a priori* pas à redouter en Europe où les prêts « exotiques » sont peu développés et où la croissance des revenus devrait rester dynamique. Il faut cependant nuancer ce propos en fonction des pays analysés dans cette étude.

En Espagne, ce ne sont pas les prêts « exotiques » qui sont à craindre, mais un risque plus diffusé dans la population, le risque de taux. Les ménages étant très endettés et à taux variables, ce risque tient à la hausse des charges financières et de ce fait des impayés et du taux de défaut. Il est limité dans nos prévisions car la hausse des taux s'est en grande partie répercutée dans les mensualités, sans hausse

13. Taux d'épargne des ménages



Sources : Instituts de statistiques nationaux.

■ Département analyse et prévision

du taux de défaut pour l'instant, et que le revenu restera dynamique. Si l'augmentation du taux de défaut paraît certaine, elle devrait restée limitée. De plus, on l'a vu, la dette est assise sur un patrimoine élevé. Les ménages en défaut de paiement devraient donc pouvoir rembourser leur emprunt avec le bien saisi, même si la chute attendue des prix immobiliers entraînera de très grosses difficultés pour les acheteurs les plus récents.

Au Royaume-Uni, les prêts *subprime* existent, mais il est difficile d'évaluer leur ampleur. De plus, l'endettement est élevé et souvent à taux variable, donc les ménages cumulent les risques. Mais le cycle de hausse des taux étant dernière nous, les mensualités des ménages ne devraient plus, ou peu, s'alourdir. Pour les ménages dont l'appréciation des biens est indispensable, au vu des prêts qu'ils ont contractés ou dont le logement est saisi, la faible réaction de l'offre de logements dans le passé et l'absence de risque d'excès d'offre limiteraient la baisse des prix, si elle devait survenir.

Enfin, en France, tous ces risques semblent loin. Une hausse du taux de défaut n'est pas exclue, dans un contexte où certains ménages se sont endettés au maximum de leurs capacités, mais différents éléments plaident pour un risque mineur. D'abord, la situation financière des ménages ne dépend pas de la valorisation de leur bien immobilier, sauf en cas de vente peu de temps après l'achat du fait d'un changement de situation (familiale ou professionnelle). Les ménages ne sont pas incités à spéculer et à revendre régulièrement, notamment du fait des droits élevés de mutation. Ensuite, les règles prudentielles en vigueur sont plus contraignantes pour les banques (taux d'usure limité, responsabilité engagée en cas de surendettement), ce qui limite le développement de prêts à risques. Enfin, les crédits à taux variables restent marginaux, impliquant que l'alourdissement des mensualités des ménages déjà endettés devrait être faible.

Conclusion

La situation américaine apparaît somme toute spécifique et l'Europe ne devrait pas connaître de crise telle que celle qui secoue les États-Unis. Ce qui ne veut pas dire que l'ajustement sur le marché immobilier n'aura pas lieu. De moindres mises en chantier, de moindres créations d'emplois dans le secteur du bâtiment, des charges financières des ménages en hausse, un effet richesse moins fort se traduiraient par un investissement en logement moins dynamique, l'arrêt de la baisse du taux d'épargne (voire sa hausse dans certains pays) et au final une consommation moins flamboyante que celle des dernières années. La progression du PIB s'en trouverait donc affectée.