

international

RETOUR SUR LA CRISE IMMOBILIÈRE AMÉRICAINE

Toute ressemblance avec des faits réels n'est pas fortuite. Une machine à fabriquer des propriétaires qui s'emballe, des banquiers fous, des titres financiers empoisonnés, des promoteurs emportés par la folie des grandeurs... Voici le meilleur scénario de thriller financier hollywoodien depuis longtemps. Moteur !

par Ingrid Nappi-Choulet¹

La crise économique actuelle est fondamentalement à la fois financière et immobilière. Paradoxalement, elle trouve ses origines aux États-Unis dans le secteur du logement, où le retournement des prix et du marché à partir de 2005 constitue une des causes majeures des difficultés bancaires et, par contagion, de la crise financière aux États-Unis. Exportée en Europe en 2007 et 2008, la crise financière américaine se traduit par une crise des liquidités, des tensions très fortes sur les marchés interbancaires et financiers et une crise de confiance de l'ensemble du secteur bancaire à l'échelle mondiale qui affectent de façon globale l'ensemble de l'économie réelle du monde entier, et en particulier le secteur de l'immobilier. D'une crise du logement américaine à une crise immobilière globale et financiarisée, les limites sont ténues. Aussi est-il utile de revenir aux sources de la crise financière et de présenter la crise américaine de l'immobilier.

On peut considérer que la crise financière américaine est d'abord une crise immobilière avant d'atteindre l'ampleur financière qu'on lui connaît. L'actuelle crise financière mondiale provient de la crise américaine des *subprimes* qui a éclaté en août 2007 et qui se caractérise, d'une part, par l'endettement excessif des ménages peu solvables, voire insolubles, via le crédit hypothécaire à risque, et, d'autre part, par l'accroissement des défauts de paiement sur ces mêmes crédits. La combinaison de nombreux facteurs économiques, financiers et politiques a amplifié le phénomène dans un contexte de retournement des valeurs et des prix immobiliers aux États-Unis.

Le financement du logement aux États-Unis

Avant de présenter l'évolution des marchés immobiliers aux États-Unis, il est utile de présenter brièvement le contexte réglementaire et le système de financement du logement dans ce pays depuis ces vingt dernières années. On trouvera une description détaillée et historique de ce système de financement du logement dans l'ouvrage de D. Diamond et M. Lea² et dans le rapport de la HUD³ (*Housing and Urban Development Department*) – l'agence fédérale responsable de l'habitation créée en 1965.

Favoriser l'accession à la propriété

Depuis ses origines dans les années 1930, la politique du logement aux États-Unis est avant tout orientée sur l'accession à la propriété. Les politiques publiques de soutien à l'accession à la propriété sont menées essentiellement au niveau du gouvernement fédéral, via le HUD, avec récemment une place croissante accordée aux États, notamment en tant que mandataires dans l'application des programmes fédéraux, auxquels ils sont aussi appelés à participer financièrement⁴. Ainsi on constate un renforcement croissant des partenariats entre l'État fédéral, les États et les acteurs locaux. Ce qui est notamment le cas pour deux principaux programmes de relance du logement, le programme HOME mené dans les années 1990 et début 2000 (*Home Investment Partnership Act*) et celui du LIHTC (*Low Income Housing Tax Credit*). Ces programmes sont destinés à favoriser l'accession à la propriété

1. Professeur, Essec chaire Immobilier et ENPC chaire Économie immobilière, auteur de l'ouvrage *Les Bureaux, analyse d'une crise*, éditions ADEF, 1997, sur la crise immobilière des années 1990.

2. D. Diamond & M. Lea, "Housing Finance in developed Countries: an International Comparison of efficiency", chap. 6, United States, in *Journal of Housing Research*, vol. 3 (1), pp. 145-169, 1993.

3. HUD, Housing and Urban Development Department, *Évolution du système de financement du logement des États-Unis : rappel historique et leçons tirées pour les marchés hypothécaires émergents*, 2004.

4. F. Dansereau, *Politiques et interventions en habitation : analyse des tendances récentes en Amérique du Nord et en Europe*, Société d'habitation du Québec et Presse de l'université de Laval, 2005.

pour les populations les plus marginalisées, c'est-à-dire avec des revenus inférieurs à 50 % du revenu médian des zones concernées.

Le programme HOME met à la disposition des administrations locales et des acteurs locaux privés à but lucratif ou non (associations caritatives ou groupes religieux), une enveloppe globale leur permettant de mener des activités très diverses (rénovation, construction, etc.) visant à accroître l'offre de logements abordables.

Le programme LIHTC vise, quant à lui, à mobiliser du financement privé au moyen d'un crédit d'impôt destiné à la promotion et à la réalisation de projets conventionnés dont les logements locatifs privés sont destinés aux ménages américains dont les revenus se situent à 50 % ou 60 % du revenu médian de la zone.

Un système d'avantages fiscaux

Cette politique de l'habitat en faveur de l'accession à la propriété pour tous est assortie par ailleurs, dans les années 1980, d'un système d'avantages fiscaux importants consentis aux propriétaires occupants. Il consiste essentiellement en la déductibilité des impôts fonciers et des intérêts sur les emprunts hypothécaires du revenu personnel imposable, en plus de mesures telles que la non-taxation du gain en capital réalisé sur la vente d'une habitation de propriétaire occupant. C'est dans ce contexte qu'est menée en 1981 la ERTA (*Economic Recovery Tax Act*) pour relancer l'investissement immobilier et la construction de logements qui passe de 1,1 million d'unités à un pic de 1,6 million de logements en 1987 (graphique 2).

La TRA (*Tax Reform Act*) de 1986 va jouer un rôle prédominant et paradoxal dans le développement de l'accession à la propriété. Alors que cette réforme fiscale est reconnue pour avoir des effets négatifs sur l'investissement immobilier locatif en limitant la déductibilité des pertes sur les revenus locatifs et en accroissant le taux d'imposition des plus-values en capital, elle contribue au contraire à favoriser l'accession à la propriété, au détriment de l'investissement locatif, en augmentant sensiblement la déduction des intérêts des emprunts hypothécaires pour les accédants. Est créé à cette occasion le LITHC. Enfin, la TRA de 1986 autorise les REMIC (*Real Estate Mortgage Investment Conduits*), structures légales qui détiennent des prêts hypothécaires et émettent en contrepartie des titres.

C'est cette même réforme de 1986 qui, en supprimant la déductibilité des emprunts à la consommation du revenu imposable, tout en maintenant celle concernant les emprunts

immobiliers, va inciter d'une part les ménages à demander davantage de prêts hypothécaires, paradoxalement et surtout pour financer leur consommation courante, et d'autre part les banques à développer parallèlement le marché du crédit hypothécaire à la fin des années 1980. Entre 1987 et 1991, la construction de logements chute aux États-Unis et retombe à un niveau de 1 million d'unités, soit son niveau le plus faible depuis la Seconde Guerre mondiale.

La relance de l'investissement locatif

En 1993, le RRA (*Revenue Reconciliation Act of 1993*) va contribuer à la relance du secteur immobilier en supprimant certaines mesures de la TRA de 1986. Ainsi la réforme va inciter l'investissement immobilier locatif, en permettant à nouveau les déductions fiscales et en permettant la déductibilité des emprunts hypothécaires sur le logement principal comme sur les résidences secondaires. Les mesures fiscales relancent la profession immobilière et le nombre d'agences immobilières explose. L'investissement des investisseurs institutionnels dans les REITs est, lui aussi, très fortement encouragé : il passe de 12 % en 1986, à 17 % en 1993, pour s'élever à 26 % puis à 30 % respectivement en 1994 et en 1995¹. Par ailleurs, la construction de logements redémarre au début des années 1990 pour atteindre son apogée en 2006 (graphique 2).

Un mode de financement original...

Indépendamment de la politique fiscale, le système du financement du logement connaît de profondes mutations dans le courant des années 1990. Le financement du logement est essentiellement réalisé aux États-Unis au moyen du crédit hypothécaire. Les prêts hypothécaires (*mortgage*) sont garantis sur le bien, c'est-à-dire le logement des emprunteurs, et sont accordés non en fonction de la solvabilité des ménages mais essentiellement en fonction de la valeur des actifs immobiliers sous-jacents.

Ces prêts ont la particularité d'être renégociables en fonction des fluctuations du marché immobilier : on parle dans ce cas de prêts « rechargeables » garantis sur le bien sous-jacent. La mécanique fonctionne dès lors que les prix immobiliers sont à la hausse. Pour les créanciers, en cas de défaillance de l'emprunteur, la hausse des valeurs immobilières permet en effet de recouvrer l'hypothèque à une valeur de marché intéressante avec de constantes plus-values. De même, la hausse des prix immobiliers donne la possibilité à de nombreux ménages emprunteurs, d'une part de renégocier leur prêt au moment où les taux d'intérêt deviennent variables ou, d'autre part, d'obtenir de la part du banquier des capitaux supplémentaires qu'ils peuvent dès lors affecter à la consommation. On

1. S. Chan, W. Leung & K. Wang, "Institutional Investment in REITs: Evidence and Implications", in *Journal of Real Estate Research*, vol. 16 (3), pp. 357-374, 1998 et J. Crain, M. Cudd & C. Brown, "The Impact of the Revenue Reconciliation Act of 1993 on the Pricing Structure of Equity REITs", in *Journal of Real Estate Research*, vol. 19 (3), pp. 275-284, 2000.

parle ainsi de *cash-out refinancing* : le nouveau prêt immobilier, d'un montant plus important que l'ancien, permet de récupérer la différence de valeur en cash.

...mais dangereux !

Dans ce contexte, le nombre de prêts et les sommes prêtées ne cessent d'augmenter et d'alimenter la bulle immobilière. Tant que les prix augmentent, les ménages peuvent ainsi se réendetter pour financer leur consommation. Entre 2000 et 2005, on estime que la moitié des prêts *subprimes* contractés par les ménages l'ont été pour refinancer des prêts existants et pour financer la consommation, alors qu'un tiers de ces prêts ont été contractés pour financer un logement¹. Dans ce contexte de hausse continue des prix des biens immobiliers, le risque est masqué : en cas de défaut du débiteur, le banquier peut récupérer l'hypothèque et se rembourser en vendant le logement, le crédit étant garanti sur la valeur de la maison.

Le marché du crédit hypothécaire américain

Il se décompose en deux sous-marchés : l'un primaire, l'autre secondaire. Les prêts hypothécaires sont accordés, sur le marché primaire, par un prêteur à un accédant à la propriété. Les organismes de prêt peuvent être des banques commerciales, des agences étatiques (les GSEs, Government Sponsored Agencies) et les caisses d'épargne. Ces dernières ont dominé le marché primaire essentiellement dans les années 1960 et 1970, en finançant plus de 55 % de la dette hypothécaire, contre 19 % environ pour les investisseurs institutionnels. Depuis leur faillite (la crise des *Savings and Loans*) dans les années 1980 et avec la dérégulation des marchés, de nouveaux intermédiaires spécialisés dans le crédit immobilier sont apparus², notamment des courtiers immobiliers (les *mortgage brokers*) et des banques spécialisées dans le *mortgage* (les *mortgage bankers*) telles que New Century Financial ou Countrywide Financial, les deux principales banques spécialisées sur ce secteur (tableau page suivante). Alors que les institutions d'épargne et les banques commerciales prêtent sur leurs fonds propres puisqu'elles détiennent des dépôts, les *mortgage bankers*, qui ne sont par ailleurs pas soumises aux règles fédérales en matière de régulation et de supervision bancaires, utilisent principalement le marché secondaire dans l'origination des crédits en revendant leurs actifs. La multiplication de ces acteurs immobiliers et financiers non régulés est une des caractéristiques majeures du début des années 2000.

Le marché secondaire est, quant à lui, principalement dominé par deux agences ayant une mission publique de faciliter l'accès à la propriété : Fannie Mae (Federal National Mortgage

Association) établissement public créé en 1938 pour résoudre le problème du logement pendant la dépression puis privatisée en 1969 et Freddie Mac (Federal Home Loan Mortgage Corporation) créée en 1970. Ces deux établissements privés ont une charte fédérale et une mission de service public qui leur permettent d'opérer sur le marché secondaire (*Secondary Mortgage Market*) en rachetant les prêts immobiliers aux établissements de crédit et en assurant ainsi la liquidité du marché. Ces deux agences, appelées des GSEs, disposent d'une ligne de crédit garantie par l'État américain et de conditions de financement à des taux inférieurs à ceux du marché bancaire pour remplir leur mission, à savoir racheter des prêts immobiliers aux établissements de crédit qui les ont souscrits et financer le marché du logement américain.

Le marché secondaire tient une place capitale dans le système de financement du logement aux États-Unis car il joue le rôle de pourvoyeur de fonds au marché primaire : en vendant les actifs sur le marché secondaire, les prêteurs peuvent se refinancer pour offrir de nouveaux crédits sur le marché primaire. De nombreux acteurs participent au fonctionnement du marché secondaire : les agences semi-étatiques comme Fannie Mae et Freddie Mac qui garantissent plus de 45 % de l'en-cours des prêts hypothécaires, les émetteurs de titres de dette adossés à des prêts hypothécaires sur les marchés obligataires (MBS ou CMBS) comme les fonds de pensions ou les *hedge funds*, mais aussi les banques d'investissement qui structurent des produits de dettes plus complexes sur la base de CMBS (les CDOs).

La plupart des créances hypothécaires sont revendues sous forme de titres adossés à des hypothèques, les CMBS. Ces titres représentent la forme de titrisation la plus courante et pèsent de façon conséquente sur les marchés financiers.

Le boom immobilier aux États-Unis (2001-2005)

Les origines de la crise actuelle remontent en réalité à l'éclatement de la bulle Internet de 2000 et à la récession économique conséquente aux attentats du 11 Septembre 2001 aux États-Unis. Pour relancer dans ce contexte et lutter contre une déflation potentielle, la Réserve fédérale, la Fed, dirigée par Alan Greenspan, décide de mener une politique expansive en baissant, en 2002, les taux d'intérêt à court terme de 6,5 % à 3,5 %, puis à des niveaux historiquement bas. Ainsi, entre juillet 2003 et juin 2004, le taux d'intérêt à court terme de la Fed est abaissé à un niveau exceptionnellement bas de 1 %, ce qui revient, en prenant en compte le niveau d'inflation déjà faible, à un taux d'intérêt réel négatif (graphique 1).

1. S. Chomisengphet & A. Pennington-Cross, "The Evolution of the Subprime Mortgage Market", in *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, pp. 31-56, 2006.

2. M-A. Lacroix, « La Crise des *subprimes* aux États-Unis : crise ponctuelle ou fin d'un cycle ? » in *Rapport moral sur l'argent dans le monde 2008*, pp. 39-53, 2008.

Principaux émetteurs de prêts <i>subprimes</i>				
	2006		2005	Variation 2006/2005
	Volume (Mds \$)	Part	Volume (Mds \$)	
1 HSBC	52,8	8,8 %	58,6	- 9,9 %
2 New Century Financial	51,6	8,6 %	52,7	- 2,1 %
3 Countrywide	40,6	6,8 %	44,6	- 9,1 %
4 CitiGroup	38,0	6,3 %	20,5	85,5 %
5 WMC Mortgage	33,2	5,5 %	31,8	4,3 %
6 Fremont	32,3	5,4 %	36,2	- 10,9 %
7 Ameriquest Mortgage	29,5	4,9 %	75,6	- 61,0 %
8 Option One	28,8	4,8 %	40,3	- 28,6 %
9 Wells Fargo	27,9	4,6 %	30,3	- 8,1 %
10 First Franklin	27,7	4,6 %	29,3	- 5,7 %
Top 25	543,2	90,5 %	604,9	- 10,2 %
Total	600,0	100,0 %	664,0	- 9,8 %
Principaux émetteurs de MBS <i>subprimes</i>				
	2006		2005	Variation 2006/2005
	Volume (Mds \$)	Part	Volume (Mds \$)	
1 Countrywide	38,5	8,6 %	38,1	1,1 %
2 New Century	33,9	7,6 %	32,4	4,8 %
3 Option One	31,3	7,0 %	27,2	15,1 %
4 Fremont	29,8	6,6 %	19,4	53,9 %
5 Washington Mutual	28,8	6,4 %	18,5	65,1 %
6 First Franklin	28,3	6,3 %	19,4	45,7 %
7 Residential Funding Corp	25,9	5,8 %	28,7	- 9,5 %
8 Lehman Brothers	24,4	5,4 %	35,3	- 30,7 %
9 WMC Mortgage	21,6	4,8 %	19,6	10,5 %
10 Ameriquest	21,4	4,8 %	54,2	- 60,5 %
Top 25	427,6	95,3 %	417,6	2,4 %
Total	448,6	100,0 %	508,0	- 11,7 %

Source : "Inside Mortgage Finance" (2007) in FED of New York, 2008.

La baisse du coût de la dette va être le moteur de la relance du marché immobilier américain en 2002 et 2003. Parallèlement, l'abondance des liquidités mondiales alimentées par la croissance des réserves de change, engendrées par les excédents commerciaux chinois et l'accroissement des revenus des pays pétroliers, va relancer l'économie américaine. En quelques mois, la production de logements privés et les services associés vont contribuer fortement à la croissance américaine, soit environ 17 % du PIB, mais aussi à l'accroissement sans précédent des prix et de la valeur des logements.

La construction de logements

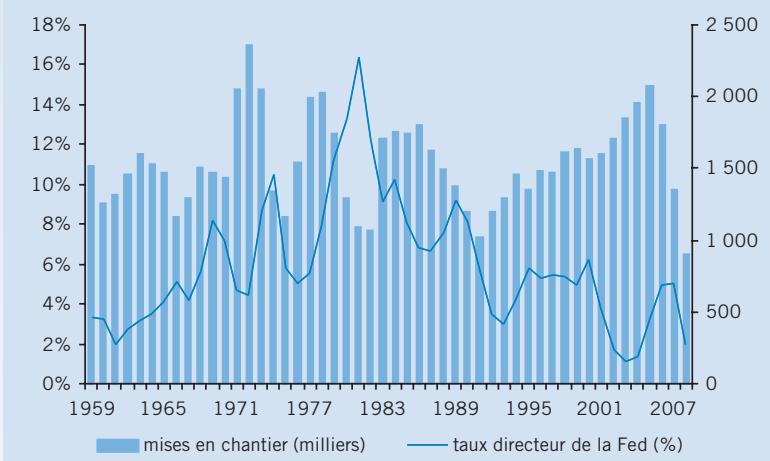
Elle atteint des niveaux record entre 2003 et 2005 avec près de 2 millions de logements construits en 2004 et 2005, contre 1,5 million en moyenne sur la période 1996-2000, et des taux de croissance annuels moyens de plus de 11 % pour le résidentiel privé (graphique 1). En 2005, au plus fort du boom immobilier, le poids uniquement de la production de logements atteint 6,2 % du PIB américain (avec des niveaux atteignant les 10,7 % pour la Floride) ; celui de l'ensemble du

secteur du logement (production et services associés) représentant 16,6 % du PIB (respectivement 24,1 % et 22,2 % en Floride et en Californie, voire 29,5 % dans le Nevada)¹. On estime ainsi que près de la moitié du PIB américain en 2005 est portée directement et indirectement par la construction de logements. Les données sont marquantes : le nombre d'emplois dans la construction de logements atteint en 2003 en moyenne 3 millions de personnes, avec un accroissement moyen de 80 000 emplois par an entre 2000 et 2003. Cette contribution du logement à l'économie nationale est d'autant plus importante que, sur la même période, l'ensemble de l'économie américaine perd plus de 2 millions d'emplois, selon QCEW (*Quarterly Census of Employment and Wages*).

La hausse des prix

Parallèlement à la hausse de la demande de logements, la valeur et les prix des logements enregistrent des hausses sans précédent. Ainsi, entre 2000 et 2005, la valeur des logements construits augmente en moyenne de plus de 60 % selon l'indice S&P/Case-Shiller, qui mesure l'évolution des prix des logements neufs et anciens dans les dix et les vingt plus grandes métropoles américaines (graphique 2). La hausse constante des prix immobiliers aux États-Unis (entre + 12 % et + 20 % par an entre 2002 et 2006 selon les États) entraîne des mécanismes spéculatifs et un accroissement de l'investissement

Graphique 1
Taux directeur de la Fed et mises en chantier



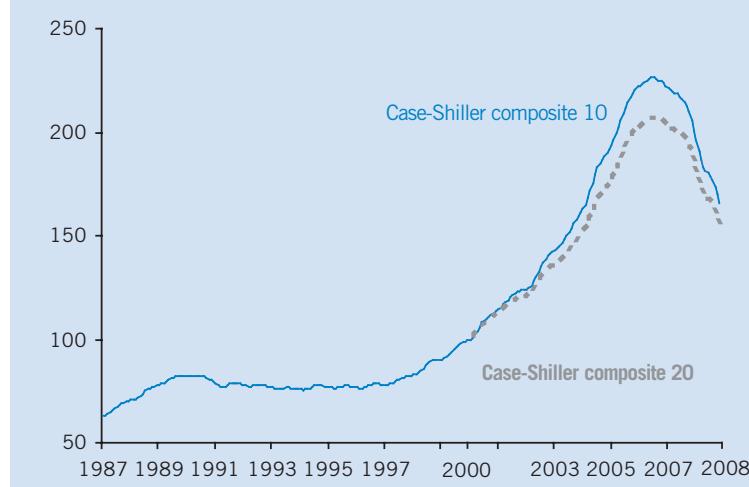
Sources : Fed et Recensement américain.

locatif résidentiel. Ce contexte immobilier et notamment l'accroissement des prix vont dès lors favoriser d'une part la croissance des crédits hypothécaires, garantis et gagés sur la valeur des actifs immobiliers, et d'autre part la prise de risque croissante sur les *subprimes* en raison des garanties hypothécaires.

L'euphorie des crédits immobiliers et la bulle immobilière

La politique immobilière des États-Unis est clairement affichée par l'administration Bush en juin 2002. Le Housing and Urban Development Department (HUD) se donne pour objectif d'accroître l'accès à la propriété pour « tous ». Il s'agit notamment de réduire la discrimination sur le marché du logement, de limiter la concentration géographique des personnes à faible revenu et de favoriser l'accès à la propriété pour les minorités ethniques. L'objectif visé concerne notamment au moins 5,5 millions de ménages américains sur une décennie en facilitant le recours au crédit et en proposant des politiques de défiscalisation immobilière conséquente. Rapidement, la proportion de ménages propriétaires occupants s'élève en 2004 à plus de 69,1 % contre respectivement 66,2 % et 64 % en 2000 et 1994. Le plan stratégique 2000-2006 de la HUD propose d'atteindre un taux de 70 % en 2006 en ciblant notamment l'aide en direction des minorités et des familles à faible revenu. Ce taux redescend en

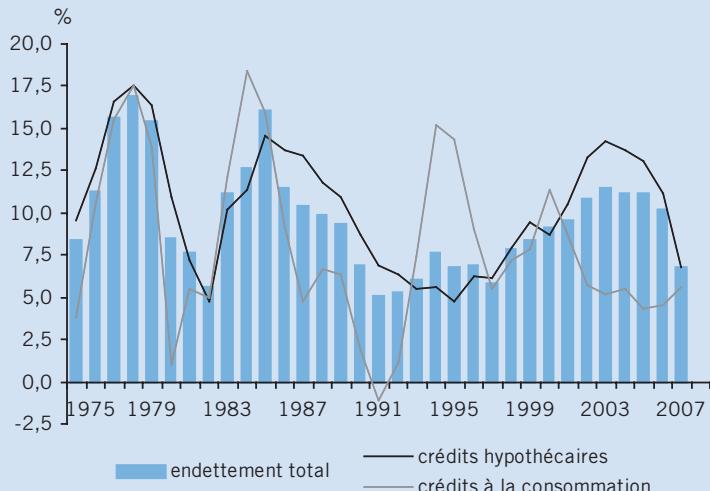
Graphique 2
Évolution de l'indice des prix du logement pour les dix et vingt plus grandes métropoles américaines



Source : Recensement américain.

1. N. Siniavskia, *Housing's Contribution to Gross State Product*, NAHB, 2005.

Graphique 3
**Évolution du taux de croissance
de la dette des ménages**



Sources : Fed, tableau Z.1, 2008.

2008 à 67,5 % selon les dernières données du recensement américain. Entre 1994 et 2006, le parc de logements s'accroît de 19,2 millions de logements tandis que le taux d'endettement hypothécaire des ménages s'accélère, passant de 22 % du revenu annuel des ménages en 1952 à 64 % en 2000, pour atteindre 100 % en 2006¹.

Le volume des prêts hypothécaires explose : en 2003, un pic de 3 800 milliards de dollars de prêts hypothécaires accordés est atteint, dont plus de 80 % seront titrisés (graphique 4). Entre 2000 et 2007, l'encours des crédits hypothécaires pour les logements passe ainsi de 4 800 milliards de dollars à près de 10 500 milliards, soit un rythme de croissance moyen de 12 % par an.

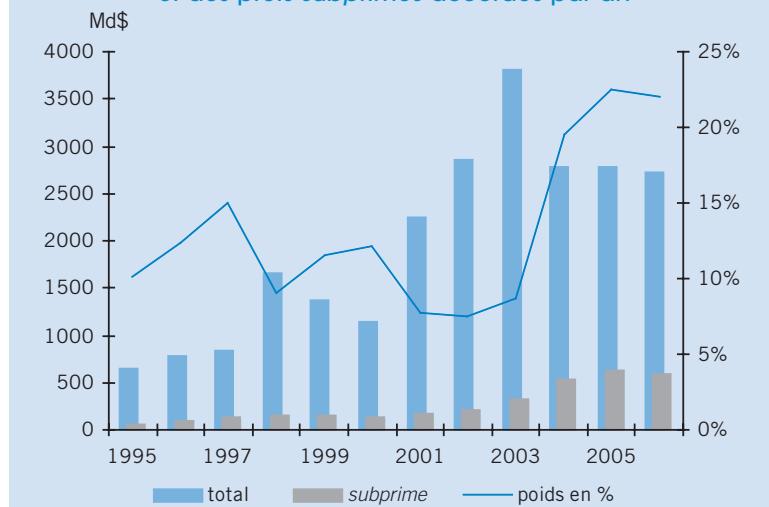
Le taux de croissance de la dette hypothécaire des ménages s'accélère à partir de 1995 pour dépasser, entre 2000 et 2005, celui des crédits à la consommation qui décroît quant à lui sur la même période (graphique 3). En 2005, la part des crédits hypothécaires détenus par les ménages (près de 8 900 milliards de dollars) pour leur résidence principale représente, selon la Fed, plus de 35 % du montant total de la dette domestique américaine et près de deux tiers du PIB américain².

Des prêts à haut risque

Parmi ces prêts, les prêts *subprimes* sont destinés aux ménages les moins solvables et les plus modestes dont la probabilité de défaut de paiement est bien plus élevée que celle des ménages à qui l'on accorde des prêts classiques nommés *primes*. Selon la MBA (Mortgage Bankers Association), la probabilité de défaut de paiement de ces ménages déjà lourdement endettés ou à revenus très modestes, est ainsi estimée en 2002 six fois plus importante pour les *subprimes* (15 % contre 2,5 % pour les *primes*) alors que les saisies sont quant à elles dix fois plus importantes. Plus risqués, les taux d'intérêt des *subprimes* sont également plus élevés.

La plupart des *subprimes* sont proposés avec des taux variables. Afin d'attirer les emprunteurs, certains organismes prêteurs n'hésitent pas à proposer aux ménages les plus modestes et les moins solvables des *subprimes* à des taux d'intérêt initiaux promotionnels fixes très bas proches de 1 % sur des durées très courtes. Les taux sont ensuite rendus variables sur la base des taux de marché augmentés d'une prime de risque correspondant au profil du client. Le volume des *subprimes* est multiplié par quatre entre 2000 et 2006, et atteint 600 milliards de dollars à la fin de l'année 2006, soit

Graphique 4
**Évolution du volume des crédits hypothécaires
et des prêts *subprimes* accordés par an**



Sources : Inside B&C, MBA.

1. C. Riffart, « L'Immobilier aux États-Unis : la fin de l'*American Dream* ? », in *Problèmes économiques*, pp. 21-29, 29 août 2007.

2. Federal Reserve System-FED, *Flow of Funds Accounts of the United States, Annual Flows and Outstanding 2005-2007*, Washington, 2008.

environ 22 % des crédits hypothécaires émis (graphique 4). La part de ces crédits qui sont titrisés s'accroît considérablement, en passant de moins de 30 % en 1995 à 75 % en 2006.

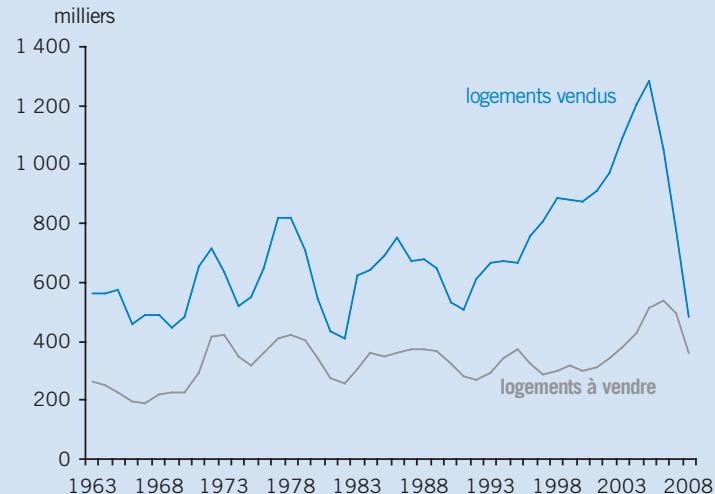
La crise immobilière

Le déclenchement de la crise commence à la fin 2005, lorsque la Fed, inquiète d'une menace et d'un risque inflationniste, décide d'augmenter ses taux d'intérêt en peu de temps de 1 % à 5,25 % à la fin 2006. Cette augmentation soudaine entraîne mécaniquement une baisse rapide de la valeur des actifs immobiliers et des prix immobiliers ainsi qu'un accroissement du poids et du coût de la dette pour les emprunteurs à taux variable, voire une incapacité pour la plupart des ménages insolubles à payer les intérêts de leur dette et à rembourser leur prêt.

La baisse des prix immobiliers se produit dès 2006 pour l'ensemble des métropoles américaines observées, notamment pour celles dont les prix avaient augmenté le plus dans la période précédente et qui se retrouvent les plus touchées par la récession immobilière. La baisse des valeurs se poursuit et s'accélère entre 2008 et 2007 avec en moyenne une baisse des valeurs de 20 % selon l'indice S&P/Case-Shiller (graphique 3) et accentue le nombre et le taux de défauts de remboursement des ménages sur les créances *subprimes* et le nombre des saisies des biens hypothéqués. L'accumulation du nombre de logements saisis et vacants conduit à son tour à alimenter la baisse des prix immobiliers et provoque parallèlement la faillite d'établissements et de courtiers qui avaient accordé des *subprimes* et s'étaient dessaisis du risque financier par le mécanisme de la titrisation.

L'accroissement des taux de défaut sur les créances hypothécaires et les difficultés rencontrées dans le secteur particulier du financement du logement des ménages défavorisés se généralisent rapidement à l'ensemble du secteur financier par la voie de la titrisation¹. La baisse des prix immobiliers met subitement un terme à la possibilité de refinancement, dégrade la solvabilité des emprunteurs *subprimes* et engendre une montée brutale des taux de défauts. Rapidement, les indicateurs immobiliers enregistrent une baisse dès 2007. Ainsi l'investissement résidentiel baisse de 17 % en 2007, tandis que les ventes de logements chutent de 56 % dans le neuf et de 28 % dans l'ancien. La construction de logements diminue de 25 % à la fin 2007. Les derniers chiffres sont marquants : en 2008, le patrimoine de logements américain perdait

Graphique 5
Évolution du volume des logements vendus et à vendre



Source : Recensement américain.

3 300 milliards de dollars de valeur, soit le triple de la perte de valeur de 2007. Selon le recensement américain, près de 19 millions de logements sont vides à la fin 2008, sur un parc total de 131 millions de logements. Les banques détiendraient des logements dont les propriétaires sont en défaut pour une valeur de 11,5 milliards de dollars.

La titrisation immobilière et la généralisation de la crise

À la différence de la précédente crise bancaire américaine (la crise des *Savings and Loans* des années 1980), circonscrite uniquement aux États américains, la crise du secteur du financement des *subprimes* se généralise à grande vitesse à l'ensemble du secteur financier américain puis international par le processus de la titrisation, développée dans les années 1990 et 2000.

La titrisation est définie comme la transformation de créances hypothécaires en titres financiers négociables cédés en général à des banques d'investissement. Les créances sont restructurées en *pools* homogènes, c'est-à-dire structurées en tranches et vendues sous la forme de titres financiers à des investisseurs en fonction du risque souhaité et du flux de revenus générés par les actifs sous-jacents. Dans le cas des *subprimes*, ces techniques financières ont permis à de nombreux établissements créanciers de se refinancer, d'alléger leurs ratios de solvabilité et de proposer ainsi de nouveaux prêts immobiliers. Le montage de ces produits de financement structurés, comme la titrisation ou la subordination de créances hypothécaires, suppose de céder à des véhicules spécifiques, des SPV, l'achat des créances en vue de l'émission de

1. G. Gorton, "The Subprime Panic", in *Working Paper 14398*, NBER, Cambridge MA, 2008.

titres, dénommés RMBS ou MBS (*Residential Mortgage Backed Securities*) lorsque les créances sont hypothécaires.

Le marché de la titrisation s'est fortement développé aux États-Unis depuis plusieurs années, autour des véhicules de titrisation primaires du type RMBS ou CMBS, mais aussi des produits de financement structurés secondaires du type CDO (*Collateralized Debt Obligations*) ou de systèmes de financement à effet de levier de type SIV (*Structured Investment Vehicles*). Ainsi si l'on considère l'ensemble des véhicules de titrisation (ABS, MBS, etc.), on obtient, selon la SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association), pour l'année 2007, un encours de 11 400 milliards de dollars (dont 8 900 milliards uniquement pour les MBS), soit environ 35 % du marché obligataire, c'est-à-dire deux fois plus que les titres du Trésor américain (4 900 milliards de dollars) ou à ceux émis par les entreprises non financières (5 900 milliards de dollars)¹.

La sophistication des techniques financières de la titrisation a rendu opaque la propagation des risques associés aux *subprimes* en disséminant les risques associés et en limitant la traçabilité des créances ainsi transférées. La crise s'est ainsi étendue à l'ensemble du monde bancaire et financier international, provoquant immédiatement une crise de confiance généralisée et de lourdes pertes chez les fonds d'investissements (*hedge funds*) et les institutions financières qui avaient acheté des titres. La littérature est, à ce sujet, abondante...

En conclusion...

L'origine de la crise financière actuelle est incontestablement immobilière. Le gonflement de la bulle immobilière sur le marché du logement américain entre 2003 et 2006 a engendré

une hausse sans précédent des crédits hypothécaires dans un contexte de baisse des taux d'intérêt et de valorisation des sous-jacents immobiliers. Le retournement à la baisse du marché immobilier en 2006 a mis en évidence la fragilité du système des prêts *subprimes*, largement titrisés et dont les risques avaient été sous-estimés, voire ignorés, dans la complexité des techniques financières mises en œuvre.

La généralisation de la crise financière américaine à l'ensemble des établissements bancaires et financiers dans le monde, via le processus de titrisation complexe des créances immobilières, puis à l'ensemble des places financières, a engendré une crise majeure de confiance et de liquidité avec des répercussions sensibles sur l'économie réelle des pays développés. La crise économique est d'autant plus sévère et marquante qu'elle touche à présent des secteurs économiques majeurs dans l'économie, fortement tributaires des émissions de crédits aux ménages, tels que le secteur du logement ou celui de l'automobile, secteurs par ailleurs fortement utilisateurs de main-d'œuvre.

De surcroît, les pays les plus concernés sont ceux qui avaient enregistré les plus fortes hausses des prix immobiliers ces dix dernières années, comme l'Irlande, l'Espagne ou la Grande-Bretagne. Quoiqu'il en soit, la crise de confiance et la crise financière ont des conséquences sensibles sur le secteur de l'immobilier en général. D'une crise immobilière à une crise financière et inversement, les frontières sont devenues aujourd'hui très floues dans un contexte de financiarisation du secteur.

1. S. Chomsisengphet et al., *op. cit.*, 2006.