

ANIL HABITAT ACTUALITE



Credit crunch, negative equity et solvabilité des accédants : le retour à l'équilibre

La crise actuelle trouve son origine dans des déséquilibres profonds qui dépassent le seul marché immobilier américain, mais l'effondrement de celui-ci a été le déclencheur de la crise financière, puis de la crise économique mondiale qui a suivi. Beaucoup doutent que l'on puisse espérer un redressement tant que le prix des logements aux Etats-Unis continuera de baisser. C'est une raison suffisante pour examiner les causes spécifiques de cette baisse des prix et les moyens mis en œuvre, ou à l'étude, pour assainir le marché immobilier. Or les politiques suivies dans ce domaine, plus encore que la crise elle-même, illustrent à quel point le fonctionnement du marché et même la conception de la propriété des États-Unis, diffèrent des nôtres.

Il était inévitable que les ménages auxquels avaient été consentis des prêts qu'ils étaient incapables de rembourser se retrouvent en impayés ; avec la crise économique, leur nombre s'est accru de ceux qui sont dans l'impossibilité de faire face à leurs engagements parce qu'ils ont perdu leur emploi. Les saisies et les expulsions renforcent la baisse du prix des logements, ce qui provoque, semble-t-il, de nouvelles défaillances d'emprunteurs, qui elles-mêmes dépriment le marché, dans un mouvement dont on ne voit pas la fin. La hausse anticipée des prix ayant laissé place à une baisse, le produit de la vente des logements ne suffit plus à indemniser les créanciers et ceux-ci se trouvent en difficulté.

Mais, il reste à comprendre comment la baisse du prix des logements peut entraîner la défaillance d'emprunteurs non surendettés, ayant souscrit des emprunts à leur mesure, et qui devraient être en état de rembourser leurs mensualités.

| La question de la *negative equity*

La saisie d'un logement ne devrait normalement se substituer à une vente amiable que lorsque la dette de l'accédant défaillant est supérieure à la valeur de revente de ce logement. La différence entre la dette et la valeur du logement constitue ce que les anglais appellent *negative equity*, que les québécois traduisent par « avoir propre négatif ».

Or, à lire les débats entre économistes et les auditions du Congrès, il semblerait que certains accédants choisissent de se placer volontairement en impayés pour se dégager d'opérations devenues non rentables ou même de dettes souscrites par cartes de crédit. Le bilan financier d'une opération est négatif dès lors que le capital restant dû est supérieur au prix du logement,



c'est-à-dire dès qu'il y a *negative equity*. Un sixième des accédants américains seraient dans une telle situation.¹ Plusieurs facteurs peuvent l'expliquer. Il peut s'agir d'opérations récentes et donc peu amorties, de prêts consentis avec un apport personnel faible ou nul, de prêts de très longue durée, (la durée initiale normale aux Etats-Unis étant de 30 ans), de prêts avec une période de différé d'amortissement ou pire avec un amortissement négatif. Les refinancements étant fréquents, un prêt récent peut concerner une opération ancienne. Enfin et surtout, les accédants peuvent avoir rechargé leur prêt hypothécaire, c'est-à-dire augmenté le montant de leur dette garanti par l'hypothèque existante pour financer des dépenses de consommation. On lit ainsi qu'une proportion importante des saisies concerne des dettes hypothécaires ayant pour partie financé des dépenses médicales. « Les dépenses de santé vont constituer la composante la plus importante de l'ensemble des dépenses de consommation - plus que le logement ou l'alimentation »².

Ces éléments combinés à la baisse des prix peuvent contribuer à faire que la valeur de revente des logements soit bien inférieure au capital restant dû. Or certains contrats de prêts (*non-recourse*) autorisent le délaissement. Cela s'apparente à notre pacte commissoire. L'emprunteur peut abandonner le logement au créancier hypothécaire ; il est alors libre de toute dette, avec pour seule pénalité, une mauvaise note sur les fichiers positifs de crédit pendant quelques années ; il devient ainsi, potentiellement, un emprunteur *subprime* ... A cela s'ajoute le fait que les règles de faillite personnelle et les règles dites d'*exemption*, qui protègent le domicile principal, varient considérablement selon les Etats et qu'il est possible de jouer de ces différences dans certaines conditions pour se débarrasser de toutes ses dettes.

Projection de l'impact des saisies d'opérations *subprime* aux Etats-Unis

Mis à jour en août 2008

Prévisions du nombre de déchéances du terme (estimation jusqu'à la fin 2009)	2 164 000 logements
Nombre de logements affectés par des baisses de prix liés à des saisies d'opérations <i>subprime</i> dans leur voisinage	40,6 millions de logements
Perte de valeur des logements	352 milliards de \$
Perte moyenne de valeur par logement	8 667 \$

Source : Center for Responsible Lending

Nous n'avons pas réussi à trouver une estimation de la part des contrats *non-recourse* et *full-recourse*, mais la propension à déménager des ménages en *negative equity* en l'absence d'un événement extérieur comme le chômage est l'objet d'un débat entre ceux comme J. Guttentag, ancien professeur à la Wharton School de Pennsylvanie qui pensent que « c'est prendre ses désirs pour des réalités que de croire que les emprunteurs continueront de rembourser tant qu'ils auront les moyens de le faire, sans prendre en compte la différence entre leur dette et la valeur de leur logement. Il apparaît de plus en plus évident qu'une *negative equity* significative conduit certains

¹ Donnée d'octobre 2008 citée par Luci Ellis dans Bis Quaterly Review

² Cf. Bernanke : <http://www.msnbc.msn.com/id/25190348/#storyContinued>



emprunteurs, qui pourraient payer, à se mettre en impayés. », et à l'inverse, ceux comme Robert Van Order, professeur de finances qui fut l'économiste en chef de Freddie Mac pendant 15 ans, et qui considère que « *beaucoup d'emprunteurs doivent désormais plus que la valeur de leur maison, mais ils n'abandonnent pas celle-ci pour autant si un autre événement vient pas déclencher une telle décision. Le chômage peut jouer ce rôle.* » D'autres vont même plus loin qui estiment que le fait d'être en *negative equity* conduit certains accédants au chômage, mais à jour de leurs mensualités, à ne pas déménager pour trouver un nouveau travail, pour éviter de constater leur perte, ce qui leur interdirait l'achat d'un nouveau logement. Ils voient même là l'explication de la corrélation entre taux de propriétaires et taux de chômage dans certaines régions³. Ces hypothèses ne sont pas contradictoires, elles peuvent correspondre à divers types de comportement des ménages. Cependant, on notera que parmi les suggestions soumises au Congrès, figure le fait de proposer aux emprunteurs *non-recourse* une baisse de taux assortie d'une modification en faveur d'une clause de *full-recourse*, qui aurait pour objet de rendre l'emprunteur tenu par la dette résiduelle, au cas où le produit de la vente ne permettait pas de purger la totalité de la créance du prêteur. Impossible pour nous d'apprécier la place de ces phénomènes dans l'approfondissement de la crise, mais ce débat illustre la profonde différence d'attitude et de comportement à l'égard de l'accession entre nos pays. En France, la *negative equity*⁴ n'est pas véritablement un sujet et la valeur du logement, qui joue peu dans la décision du prêteur d'accorder un prêt, n'est constatée qu'en cas de revente. Aux Etats-Unis, les ménages portent une attention suivie à l'évolution de la valeur de leur maison⁵, ce que la qualité de l'information sur les prix rend possible. Se mettre en impayé peut donc être un arbitrage financier logique, surtout dans une société très mobile, puisque les américains déménagent environ deux fois plus souvent que les français. Ajoutons que la mise en évidence de la *negative equity* des emprunteurs a des conséquences sur les fonds propres de établissements de crédit créanciers et donc sur leur capacité à consentir de nouveaux prêts. D'une certaine façon, la logique des normes comptables actuelles, *mark to market*, qui veut que les actifs soient évalués en fonction des cotations du jour, serait aussi celle des accédants qui jugent de l'opportunité de poursuivre leur opération en fonction du prix des dernières transactions.

Les différences entre statuts d'occupation ne sont ni universelles ni absolues ; elles varient avec l'étendue des droits des locataires, comme avec la souplesse de la condition de propriétaire. Près de 70 % des ménages américains sont propriétaires du logement qu'ils occupent, mais ils peuvent aussi bien être considérés comme locataires d'argent auprès de la banque. La valeur représentée par le logement n'est pas aussi sanctuarisée qu'en France ; la pratique de l'extraction hypothécaire contraint d'ailleurs les ménages dont le prix du logement baisse à réduire leurs dépenses de consommation.

Préserver l'offre de crédit ou aider les accédants en difficulté ?

Cette attention portée en permanence à la valeur des logements, en dehors même des périodes de crise, rend encore plus surprenante la façon dont les pouvoirs publics ont essayé de juguler la crise en faisant porter leur action sur la seule sphère financière, mais en négligeant le marché immobilier. Apporter une aide exceptionnelle aux accédants insolubles, mais de bonne foi, pour qu'ils puissent conserver leur logement aurait peut-être permis de limiter la baisse des prix qui résulte des saisies. Les entretiens conduits aux Etats-Unis en février 2008 à

³ Cf. Luci Ellis, article cité

⁴ Cf. D. Leblanc 1999 <http://www.anil.org/fr/publications/etudes/etudes-1999/expertise-et-negative-equity/index.html>

⁵ Cf. Claude Taffin, entretien



l'occasion d'une mission sur le financement du logement, montraient clairement que le risque majeur, aux yeux de tous les interlocuteurs, était alors, comme il le demeure, celui de la déstabilisation du système financier et du *credit crunch*. Ce risque s'est concrétisé très peu après, la première manifestation ayant été la déconfiture de la banque Bear Stearns. Le *credit crunch* qui en est résulté a contrarié le rachat par de nouveaux accédants des logements saisis et freiné la construction neuve. L'enchaînement crise immobilière, crise financière, crise économique apparaissait dès lors inévitable. Mais ce qui était frappant, pour qui est familier des politiques du logement conduites en France et même en Europe, c'était la pauvreté de l'information sur les conséquences concrètes de la crise sur la situation des ménages : « Que faisaient les ménages expulsés ? Que devenaient les logements saisis ? » A ces questions, personne ne pouvait répondre. Il serait facile de mettre cette ignorance sur le compte d'une indifférence sociale, mais les médias traitaient en continu de ces sujets. « Il s'agit d'un drame. Où vont les ménages expulsés ? On ne sait pas ? Probablement dans leur famille ou en location. Quant aux logements, tous ne trouvent pas preneurs et dans certaines villes des rues entières se trouvent désertées, les maisons livrées au pillage ou devenues des repaires de trafiquants de drogue. » Certes, ce domaine d'intervention sociale relève plus de la compétence des municipalités ou des Etats confédérés que de celle de l'Etat fédéral, mais aucune étude systématique ne semblait exister et l'ignorance était la même quelle que soient les interlocuteurs : banquiers, agences fédérales de titrisation, ministère du logement et même associations. Les spécialistes percevaient bien qu'il aurait été préférable pour les créanciers de percevoir une mensualité inférieure à celle qui leur était due, maintenue par exemple au niveau de la première mensualité d'origine, plutôt qu'une perte brutale due à la mévente du bien saisi. De surcroît, on savait que les premières saisies allaient avoir l'effet cumulatif décrit plus haut sur la chute des prix. Certains articles évoquaient bien l'éventualité d'un accord négocié avec le créancier hypothécaire, mais la titrisation et le découpage en tranches de risque des « produits structurés » rendait impossible toute traçabilité des créances. Un créancier identifié aurait pu donner des instructions à l'organisme gestionnaire du prêt, le *servicer*. Mais pas de négociation possible de créances disséminées ! Même dans le cas où l'impayé apparaît dès la première année la négociation s'avère impossible. Pourtant, on sait que la responsabilité de l'établissement reste engagée pendant la première année, mais ces prêts se décomposent souvent en un prêt principal et un prêt disposant d'une garantie de second rang, les *piggy back loans*. Pour négocier avec le créancier principal, il aurait fallu faire admettre au créancier qui ne disposait que d'un second rang de renoncer à la totalité de sa créance. En outre, peut-être l'idée que le ménage puisse être tenu quitte de ses engagements, fut-il modeste et victime d'un abus de faiblesse au regard des critères français, était-elle inacceptable ? L'économie entière du système repose sur la solidité des contrats. Toutefois, il reste difficile à comprendre que la voie qui consistait à freiner la spirale de la baisse des prix en limitant le recours aux saisies n'ait pas été mise en œuvre, surtout dans un pays où, du fait de l'extraction hypothécaire, le prix des logements est aussi important pour les transactions que pour le stock. C'est la logique que suivent les établissements de crédit britanniques qui ont à faire face à des impayés, non pas d'accédants, mais de personnes ayant réalisé des investissements locatifs : la banque a la possibilité en Grande-Bretagne, comme aux Etats-Unis, de saisir le logement et de mettre fin au bail de l'occupant, quand bien même celui-ci se serait acquitté régulièrement de son loyer. On le sait, la protection du locataire est, dans ces pays, réduite au minimum. Dans la situation actuelle, les banques créancières préfèrent souvent laisser le locataire en place et percevoir le loyer plutôt de mettre en vente le logement dans un marché déprimé. Les objectifs sont les mêmes, protéger les occupants peut-être, mais surtout limiter les pertes en évitant la spirale de baisse des prix. Fannie Mae vient de prendre la décision de procéder de façon identique pour les dettes des investisseurs dont elle supporte directement la défaillance.



Et si nous avions exporté le RAPAPLA ?

Cependant, à l'occasion de la campagne présidentielle, cette idée a refait jour de la part des deux candidats. Aujourd'hui, est envisagée une réduction des mensualités destinées à plafonner le taux d'effort à 31 % du revenu grâce à un refinancement du prêt, l'Etat garantissant 50 % de la perte en cas d'une nouvelle défaillance de remboursement. Ce plan est justement critiqué pour la raison qu'il ne réduit pas la *negative equity*, puisque le capital restant dû est inchangé.

Il est toujours abusif de réécrire l'histoire, mais il est intéressant de réfléchir à ce qu'aurait pu être les effets et les coûts d'une approche plus européenne. Entendons par là, la façon dont a été traitée, dans les années 80, la situation des accédants PAP, désolvabilisés par la désinflation, alors qu'ils avaient souscrit des prêts à taux fixes mais à mensualités progressives ou celle adoptée pour les accédants britanniques déstabilisés par la hausse des taux variables. En France, la chose était aisée à faire ; il s'agissait de prêts aidés ayant tous des profils identiques, principalement souscrits auprès d'un seul établissement, le Crédit Foncier de France et gérés par lui (les PAP distribués par les sociétés de crédit immobilier et le petit nombre de ceux qui avaient été produits par d'autres établissements ont pu faire l'objet de traitements locaux). De surcroît, le coût des sinistres pesait sur l'État lui-même qui, par le biais du Fonds de garantie des PAP, supportait les premiers 50 % de perte. Deux mesures avaient été mises en place : les réductions du taux des prêts accordés par le CFF et par la plupart des SACI, et pour les cas les plus difficiles, le RAPAPLA / rachat d'un PAP par un PLA, qui consistait à faire racheter le logement par une société HLM et à maintenir l'accédant en place au prix d'un changement de statut⁶. Une clause prévoyait même la possibilité pour le ménage de revenir à son statut d'accédant dès lors que sa situation s'améliorait. En outre, les pouvoirs publics disposaient à cette époque de la possibilité de faciliter ces opérations grâce aux fonds du 1 % logement, ce qui a permis de traiter les cas les plus critiques comme ceux des clients de la société CARPI

Les Anglais avaient, à l'époque, adopté une approche du même type appelée le *mortgage rescue*. Or, ils sont aujourd'hui confrontés à nouveau à une progression très importante du nombre d'impayés⁷ et ils viennent de remettre en place un dispositif du même type et qui consiste cette fois à racheter une partie de la propriété de l'accédant pour alléger ses charges. Le ménage ainsi secouru se retrouve dans un schéma du type *shared-ownership*⁸ (propriété partagée). De plus, un délai supplémentaire de six mois a été introduit avant toute saisie et le gouvernement britannique vient de remettre en place l'*ISMI / income support mortgage indemnity*, supprimé par Mme Thatcher et qui prend en charge le paiement temporaire des intérêts des emprunts des emprunteurs les plus modestes en difficulté. On le voit, le gouvernement est soucieux de venir en aide aux ménages en difficulté, mais aussi d'éviter l'enclenchement d'une spirale de baisse de prix.

Il est difficile d'imaginer ce qu'aurait pu donner l'application d'une médecine identique aux Etats-Unis dès la fin 2007. Nous avons importé le prêt viager hypothécaire, que ce serait-il passé si nous avions exporté le RAPAPLA ? L'objectif aurait été de maintenir la mensualité des ménages au niveau de leur première échéance, avant le ressaut à l'issue de période de taux d'appel et compte non tenu de l'assurance du gage et de la taxe foncière qui avaient été disjoints des mensualités par des courtiers spécialement inventifs. Les municipalités américaines sont aussi concernées puisque les impôts locaux, - il n'existe pas de taxe d'habitation mais la taxe foncière est très lourde -, sont assis sur la valeur des biens, et évaluée *mark to market*. Il

⁶ Cf. <http://www.anil.org/fileadmin/ANIL/publications/Etudes/656.pdf>

⁷ Cf. <http://www.cml.org.uk/cml/statistics>

⁸ Cf. <http://www.anil.org/fileadmin/ANIL/publications/Etudes/Rapport.pdf>



semble qu'il y ait quelques initiatives d'intervention des collectivités locales, mais elles manquent d'outils, car le logement social est fédéral et quasi à l'abandon depuis plus de 40 ans. Il faut aussi noter que le petit nombre de ces opérations de RAPAPLA et de *mortgage rescue* est sans rapport avec le volume des sinistres en cause dans la crise actuelle. Il est d'autant plus facile d'intervenir que les sinistres sont rares et peu nombreux et que des opérateurs existent qui peuvent aisément prendre le relai du marché. Mais le rôle des pouvoirs publics consiste chez nous à protéger les citoyens contre les risques excessifs, ce qui n'est pas nécessairement le cas dans tous les pays. Ainsi, en temps normal, le nombre d'expulsions aux Etats-Unis est de l'ordre de 400 000 par an. Une telle proportion serait jugée inacceptable en France. La responsabilité de la collectivité y est engagée, au moins pour les opérations qu'elle a encouragées et qui n'auraient pu se réaliser par le seul jeu du marché. En revanche, partout, les autorités doivent s'assurer de la transparence du marché, de son bon fonctionnement et de la qualité de l'information dont bénéficient les ménages et les investisseurs ; c'est là que les autorités des Etats-Unis ont failli, notamment en organisant le contournement des règles de protection du consommateur qui avaient été édictées pour les ménages modestes, qu'il s'agisse d'information, d'interdiction des prêts toxiques ou plus généralement en permettant aux professionnels de s'exonérer des conséquences des risques excessifs qu'ils peuvent faire prendre aux ménages.

Cette situation peut éclairer le débat sur la politique d'encouragement de l'accession en France. Elle montre que la sécurité de la filière de l'accession ne peut être détachée de l'ensemble de tous les dispositifs qui protègent les ménages des accidents de la vie. L'existence d'un système de protection sociale universel et public explique aussi en partie la faible sinistralité observée en France. S'agissant des réflexions en cours sur l'élargissement des conditions d'accès au crédit, elle invite à réfléchir conjointement à l'assouplissement des règles d'octroi et l'amélioration de la sécurité des ménages. Pas d'accès de nouvelles catégories d'emprunteurs sans qu'y soient associées des garanties spécifiques. Le caractère « durable » de la politique d'accession à la propriété repose autant sur la qualité de l'offre de crédit que sur la sécurisation des accédants.

Bernard VORMS

—

Date de publication : 8 janvier 2009
N° ISSN : 09996-4304
Directeur de la publication : Bernard Vorms
Comité de rédaction : Isabelle Couëtoux du Tertre,
Marie Armenak, Jean Bosvieux, Lilas Bousseksou,
Béatrice Herbert, Nicole Maury, Sylvie Merlin,
Antonin Ollivier, Sandrine Zerbib

