

Marchés immobiliers et croissance économique : enseignements de la vague de refinancements aux États-Unis¹

Les dépenses des ménages ont fait preuve d'un dynamisme inhabituel dans les pays de l'OCDE pendant le ralentissement économique de 2001. La montée des prix de l'immobilier et la baisse des taux hypothécaires, notamment dans les pays anglophones, offrent une explication². Le phénomène a été particulièrement remarquable aux États-Unis, où le patrimoine des ménages a été érodé par la chute des cours des actions ; le marché du crédit hypothécaire apparaît avoir joué un rôle significatif, avec une vague de refinancements unique par sa nature et son ampleur. La présente étude examine l'incidence du phénomène et la modification structurelle des financements du logement³.

Vague de refinancements et dépenses des ménages en 2001

En 2001, un nombre sans précédent de crédits hypothécaires ont été refinancés aux États-Unis : 11,2 millions, selon les estimations, soit près du double du chiffre de 1998, année considérée comme « exceptionnelle » à l'époque⁴.

Les refinancements hypothécaires peuvent renforcer le pouvoir d'achat effectif des ménages de deux manières. Premièrement, par un emprunt supplémentaire adossé à un bien immobilier qui a pris de la valeur : pour obtenir ainsi des liquidités, le débiteur doit recevoir un nouveau prêt d'un montant supérieur à celui du crédit initial (compte tenu des frais). Deuxièmement, par un taux inférieur sur un nouvel emprunt de même valeur :

¹ Les auteurs remercient Angelika Donaubaueur pour son excellent travail de recherche. Les points de vue exprimés dans le présent article sont ceux des auteurs et ne reflètent pas nécessairement ceux de la BRI.

² Voir BRI (2002).

³ Aoki *et al.* (2002) analysent le lien entre marchés du logement et consommation au Royaume-Uni.

⁴ Voir Bennett *et al.* (1999).

Indicateurs de refinancement aux États-Unis, 1997-2001						
Année	Prêts refinancés (millions)	Maturité du prêt refinancé ¹	Appréciation du bien immobilier refinancé ¹		Refinancement avec obtention de liquidités, en % du total	Ratio taux d'intérêt initial/nouveau ¹
			Sur la période ²	En rythme annuel ³		
1997	2,8	4,0	13	3,1	62	1,07
1998	6,7	4,1	10	2,4	49	1,18
1999	4,4	5,6	13	2,2	66	1,12
2000	2,4	6,0	26	3,9	81	0,97
2001	11,2	2,6	14	5,2	54	1,18

¹ Valeur médiane, en années. ² Appréciation totale entre l'octroi du prêt hypothécaire initial et son refinancement, en %. ³ Appréciation annuelle moyenne entre l'octroi du prêt hypothécaire et son refinancement, en %.

Sources : Credit Suisse First Boston ; Freddie Mac. Tableau 1

la réduction des paiements d'intérêts augmente le revenu disponible. Globalement, il apparaît qu'en 2001 c'est le premier cas qui s'est avéré de loin le plus fréquent.

Les liquidités obtenues à partir du patrimoine immobilier ont accru le revenu disponible ...

En 2001, les refinancements ont autorisé une hausse considérable du pouvoir d'achat effectif des ménages en leur permettant d'obtenir des liquidités grâce aux plus-values immobilières. Pour 54 % des nouveaux prêts, le principal a dépassé d'au moins 5 % celui des crédits initiaux (tableau 1), ce qui montrerait que, une fois sur deux environ, il y a eu apport net de fonds. Le prix médian des biens immobiliers refinancés en 2001 a progressé de quelque \$25 000⁵ sur seulement 2,6 ans, ce qui reflète une flambée en 2000 et 2001.

La propension à exploiter le patrimoine immobilier avait été encore plus forte en 2000 : près de 80 % des refinancements se seraient traduits par des apports de fonds. Sur les six années depuis le prêt initial, le prix médian des logements refinancés s'est apprécié de \$36 000. La hausse du pouvoir d'achat effectif a été bien supérieure en 2001, cependant, puisque les prêts refinancés ont été cinq fois plus nombreux.

... mais se sont accompagnées d'une hausse de la dette hypothécaire

Les refinancements hypothécaires ont ainsi contribué à accroître l'endettement des ménages. Les hypothèques, qui représentent les deux tiers de cet endettement, ont progressé de \$850 milliards (+19 %) ces deux dernières années (graphique 1). Cette augmentation reflète, dans une certaine mesure, la consolidation d'autres dettes, exigibilités sur cartes de crédit, notamment. Toutefois, au lieu de baisser, comme lors des récessions précédentes, l'endettement des ménages s'est accru, atteignant un record (106 % du revenu disponible). Aux États-Unis, la part de l'immobilier dans le patrimoine des propriétaires de logements s'est érodée de quelque 10 points de pourcentage sur la décennie, à 55 % seulement aujourd'hui.

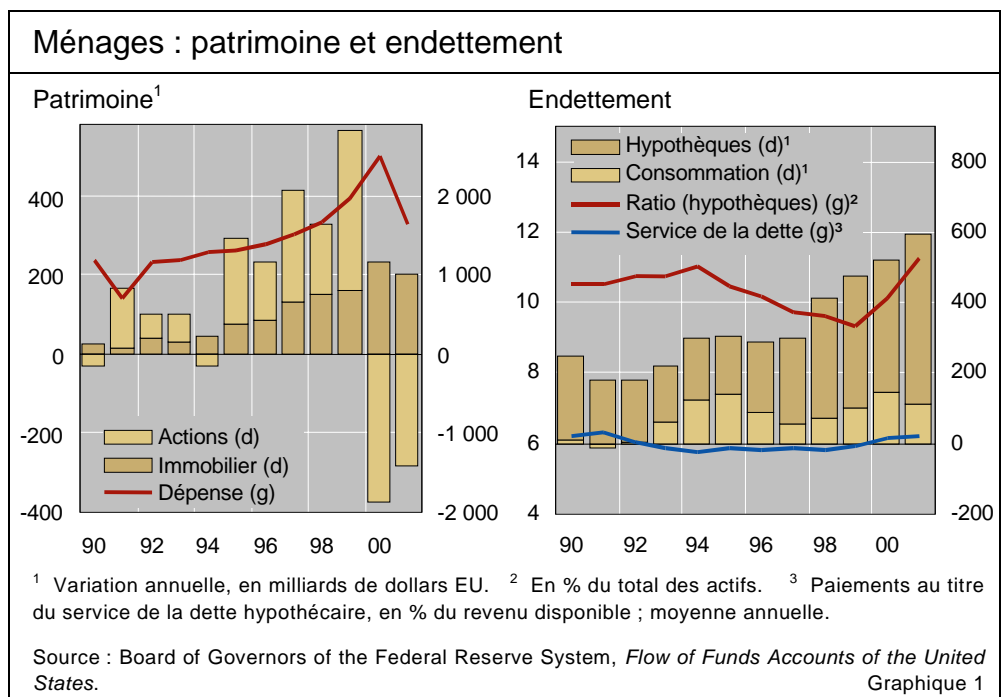
⁵ L'association américaine des agents immobiliers (National Association of Realtors) estime que le prix de vente moyen d'un logement ancien était de \$176 200 en 2001. Sur la base des données trimestrielles (non indiquées dans le tableau) relatives à l'appréciation médiane d'un bien refinancé, l'appréciation médiane se chiffre à \$24 700. Ce calcul fournit une estimation basse des liquidités disponibles, car il ne tient pas compte du remboursement de principal depuis l'octroi du crédit initial, qui augmente d'autant les liquidités obtenues.

L'endettement par recours au patrimoine immobilier a eu une autre conséquence : en dépit de la baisse significative des taux hypothécaires courants (tableau 1), le poids du service de la dette n'a pas diminué. En 2000, certains ménages se sont même refinancés à des taux supérieurs pour obtenir des liquidités. Le coût du service du crédit hypothécaire par rapport au revenu disponible est aujourd'hui aussi élevé qu'au début des années 90 (graphique 1).

Les refinancements hypothécaires semblent avoir bien contribué à maintenir la consommation à un niveau exceptionnellement élevé aux États-Unis pendant la récente phase de ralentissement. En supposant que 54 % des crédits hypothécaires refinancés ont donné lieu à des apports nets de fonds et que ceux-ci ont porté sur la totalité de la hausse médiane du prix des logements refinancés en 2001 (évaluée à \$25 000), les ménages ont ainsi obtenu \$150 milliards de liquidités, soit 2,3 % de leur patrimoine immobilier (contre respectivement \$67 milliards et 1,1 % en 2000).

Près de la moitié du patrimoine immobilier ainsi rendu liquide serait affectée aux dépenses courantes⁶, contre un cinquième environ à la fin des années 90. Un tiers serait en outre consacré à l'amélioration du logement. La part allant à la consommation en 2001 pourrait être encore plus grande. Il a, en effet, été montré que les propriétaires de logements surréagissent lorsqu'ils disposent d'un revenu supplémentaire dû au renchérissement de leur logement⁷. Sur la base des ratios des dépenses courantes totales (50 %) et de

Impact notable sur la consommation



⁶ Selon l'étude triennale *Survey of Consumer Finances*, sur chaque dollar obtenu en 1998 et début 1999, 18 cents ont été affectés à la consommation et 33 cents à l'amélioration du logement (poste inclus dans l'investissement résidentiel). Environ 28 cents ont servi à rembourser d'autres dettes (Brady *et al.* (2000)).

⁷ Voir Capozza et Seguin (1996).

consommation (20 %) comme limites supérieure et inférieure, les liquidités générées en 2001 par les hypothèques ont représenté 10-25 % de l'augmentation totale de la consommation.

Principales causes de la vague de refinancements en 2001

Le dynamisme des refinancements en 2001 ainsi que leur impact sur les dépenses des ménages peuvent s'expliquer par la conjonction de la baisse des taux hypothécaires nominaux, du moindre coût de ces opérations et de la flambée des prix immobiliers⁸.

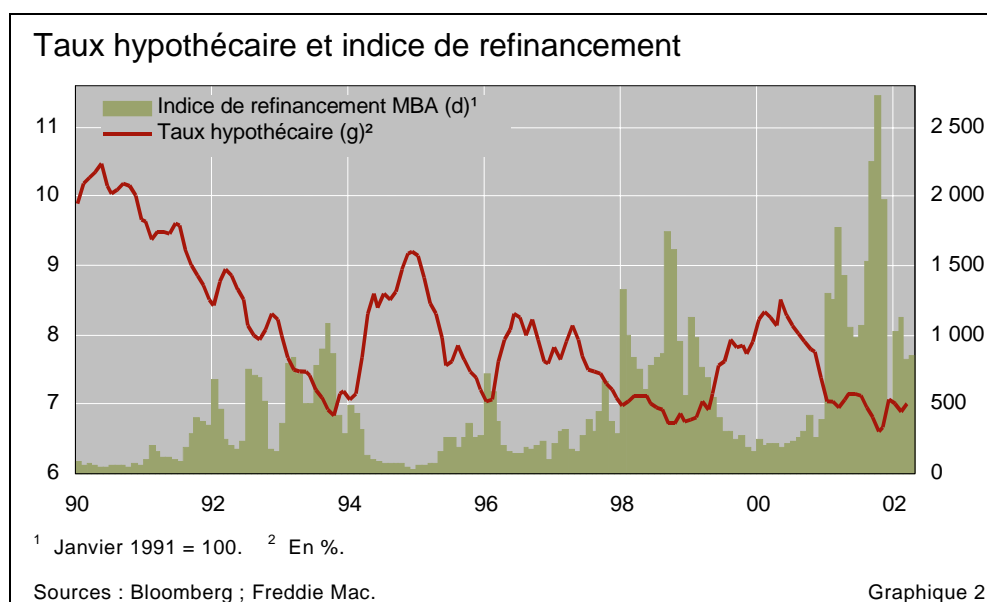
Les refinancements s'expliquent par la baisse des taux hypothécaires ...

Le ralentissement de l'économie américaine a été l'occasion d'un fort recul des taux hypothécaires, qui ont évolué à la baisse depuis fin 2000, parallèlement aux marges appliquées sur les marchés financiers aux titres de qualité supérieure, et ont récemment atteint leurs plus bas niveaux depuis une trentaine d'années (graphique 2).

Cette situation incite les emprunteurs à exercer l'option de remboursement anticipé, généralement sans pénalité. En 2001, cependant, la hausse des refinancements a été beaucoup plus forte qu'au cours des cycles de taux hypothécaires antérieurs. En 1998, lors de la précédente baisse de taux de même ampleur, le nombre de crédits refinancés avait été inférieur de moitié. Dans les deux cas, l'exercice de l'option a fait reculer le taux effectif d'environ 125 points de base.

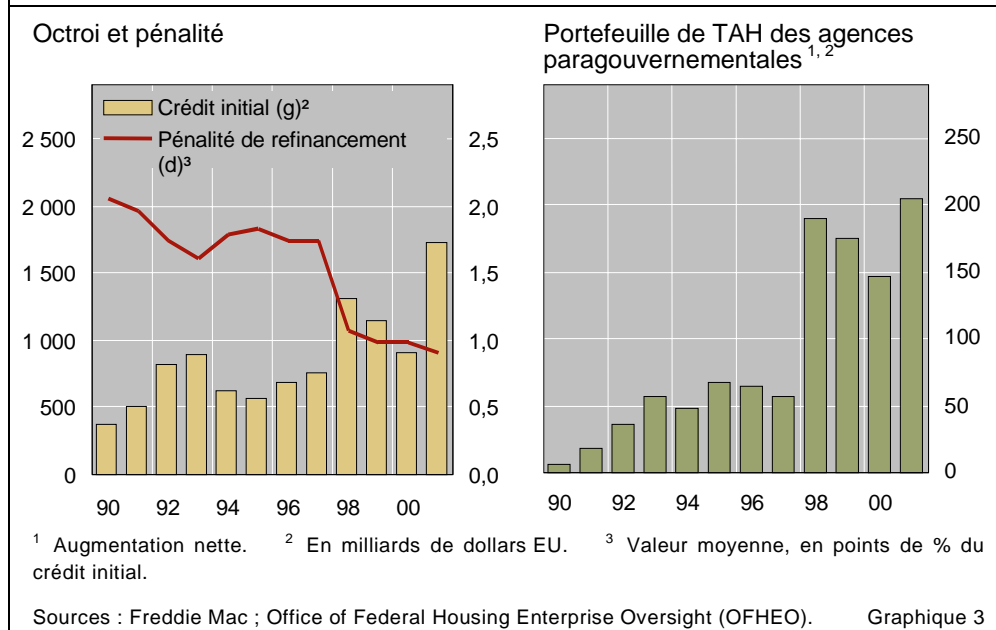
... un moindre coût de transaction ...

Parallèlement à la baisse des taux hypothécaires nominaux, le coût du remplacement d'un ancien emprunt par un nouveau - c'est-à-dire la pénalité de refinancement - a également diminué, et de manière constante (graphique 3). Le refinancement des crédits à 30 ans agréés par les agences



⁸ Le nombre de refinancements dépend également de plusieurs autres facteurs micro et macroéconomiques, notamment volatilité des taux hypothécaires, coûts de transaction et qualité du crédit de l'emprunteur. Voir, par exemple, Bennett *et al.* (2001).

Crédit hypothécaire : octroi, pénalité de refinancement et portefeuille de TAH des agences paragouvernementales



paragouvernementales ne coûte actuellement que 50 points de base en moyenne, soit environ un tiers seulement du coût d'il y a cinq ans.

Depuis la forte diminution de cette pénalité (à payer en liquide pour engager l'opération) en 1998, les refinancements ont représenté 43 % du montant total des crédits hypothécaires initiaux, contre 34 % en 1993-96, chiffres qui donnent à penser que cette diminution a incité davantage de ménages à se refinancer, quel que soit le taux effectif⁹.

La hausse des prix du logement a créé une augmentation du patrimoine, exploitée par les propriétaires par le biais du refinancement. Celle-ci a été atypique ces deux dernières années. En effet, les récessions précédentes avaient été marquées par au moins une décélération, et une baisse a même été enregistrée en deux occasions. Le ralentissement économique qui a débuté mi-2000, en revanche, a vu s'accroître le renchérissement. L'indice OFHEO s'est accru de 9,3 % en 2000 et de 6 % en 2001, ce qui dépasse de loin la moyenne annuelle de 4,6 % des deux décennies passées.

... et la flambée des prix du logement

Parallèlement à l'évolution démographique (un des principaux moteurs à long terme des prix de l'immobilier)¹⁰, il est possible que les conditions de financement favorables aient contribué à cette flambée. La baisse des taux hypothécaires ainsi que la réduction de l'apport personnel ont facilité l'accession à la propriété, le taux d'occupants-propriétaires étant passé de

⁹ Une estimation économétrique sur des données mensuelles de janvier 1990-mars 2002 montre l'importance de cette pénalité pour les refinancements. Une régression de l'indice de refinancement sur la pénalité, les prix du logement et les taux d'intérêt fait bien apparaître une corrélation négative (une diminution de la pénalité accroît l'indice de refinancement) : un recul de 50 points de base a un effet similaire à une baisse de 1 point de pourcentage du taux hypothécaire.

¹⁰ Voir Joint Center for Housing Studies (2002).

64 % à près de 68 % sur les cinq dernières années. L'augmentation de la demande, accentuée par la pénurie de logements dans certaines zones urbaines, a accéléré le renchérissement.

Nouveaux modes de financement hypothécaire

Au-delà des facteurs cycliques tels que le ralentissement de l'économie et la détente monétaire, la diminution du coût du refinancement s'explique, en partie, par l'évolution du marché hypothécaire et du comportement de certains de ses principaux acteurs. Ce sont ces changements qui ont permis au système financier d'octroyer de nombreux crédits hypothécaires et de faire face à un volume record de refinancements, tout en conservant une grande stabilité des marges par rapport aux obligations d'État.

La baisse des coûts de transaction ...

L'introduction de nouvelles technologies semble avoir contribué à la baisse des pénalités, facilitant ainsi les refinancements hypothécaires. L'informatisation par Fannie Mae et Freddie Mac¹¹ de l'octroi de crédits hypothécaires agréés pour le refinancement en fournit un exemple marquant. Entreprises de droit privé, ces agences paragouvernementales ont reçu mission de promouvoir l'accession à la propriété et constituent de loin les plus importants acteurs sur ce marché.

Mais le comportement des intermédiaires n'explique pas à lui seul la baisse des pénalités, qui a également résulté du choix des emprunteurs entre les différentes modalités de refinancement offertes. La rapidité de cette baisse fait toutefois penser à des facteurs d'offre.

... comme l'achat et la détention de TAH par les agences paragouvernementales semblent avoir facilité les refinancements

Il semble que la forte expansion des portefeuilles de titres adossés à des hypothèques (TAH) des agences paragouvernementales ait permis d'absorber dans une large mesure la hausse des octrois d'hypothèques et des refinancements¹². Dans le passé, ces agences avaient surtout pour rôle de « transférer » les crédits hypothécaires octroyés par les banques à d'autres investisseurs, par le biais de la titrisation. Depuis 1998, elles détiennent également les plus gros portefeuilles de prêts de ce type (graphique 3), avec un pic de croissance en 2001 : +\$207 milliards, soit 43 % de l'endettement hypothécaire net des ménages, chiffre légèrement inférieur à la moyenne de 1998-2001 (47 %), mais bien supérieur à celui de la période antérieure (27 % en 1990-97).

¹¹ Selon Fannie Mae (1999), l'informatisation de l'octroi des prêts a permis de diminuer le coût de montage de plus de \$800.

¹² Les instruments conservés en portefeuille par les agences paragouvernementales pourraient également avoir servi de régulateur entre le marché primaire des prêts hypothécaires et celui des TAH. Ils auraient pu soutenir le premier en empêchant une augmentation temporaire des coûts de refinancement et, finalement, des taux hypothécaires. Naranjo et Toevs (2002) concluent que les activités de détention et de titrisation de ces agences stabilisent les marchés hypothécaires en réduisant la volatilité des taux. Les écarts de rendement entre TAH et titres du Trésor ont diminué aux premier et troisième trimestres 2001, quand ces agences ont massivement acheté des TAH, ce qui semble confirmer leur rôle régulateur.

Il est possible que cette détention de TAH ait stabilisé les marges en dissociant les risques de duration et de remboursement anticipé. Le premier facteur à cet égard a été l'émission d'obligations par ces agences, notamment obligations de référence non remboursables par anticipation. Du fait de leur bonne notation, de leur liquidité et de l'absence de risque de remboursement anticipé, ces instruments attirent davantage d'investisseurs que les TAH. Le second facteur a été la gestion et la couverture des risques de taux et de remboursement anticipé par recours aux instruments dérivés. C'est ainsi que, outre les investisseurs « traditionnels » en TAH, de gros acteurs sur les marchés dérivés ont joué un rôle croissant dans la couverture du risque de remboursement anticipé.

Le développement du bilan des agences paragouvernementales et la dissociation des risques qu'il a entraînée ont été facilités par leur statut officiel leur permettant de bénéficier de conditions de financement favorables. Leurs émissions d'obligations à long terme sont en effet notées AAA par Moody's et Standard & Poor's (contre AA ou seulement A pour les crédits hypothécaires ou les emprunts émis par les grandes banques). En 2001, l'encours de leur dette a augmenté de \$259 milliards (+24 %).

Un second élément, connexe, a également contribué à cette évolution : la nouvelle configuration des marchés obligataires à la fin des années 90¹³. Face à la contraction du marché des valeurs du Trésor américain, les agences paragouvernementales ont lancé en 1998 des programmes d'émission d'obligations de référence en dollars afin de répondre à la demande des investisseurs en titres liquides de notation élevée. Ces titres, d'échéance comprise entre 2 et 30 ans, sont aujourd'hui abondants et placés selon un calendrier préétabli. Des émissions d'obligations de référence en euros ont commencé en 2000 et concurrencent actuellement celles de certains États européens, tant par leur volume que par leur liquidité.

Perspectives

Dans un contexte marqué par un nouveau recul des taux hypothécaires et un marché immobilier toujours vigoureux, les refinancements sont restés soutenus au premier semestre 2002. Plusieurs facteurs financiers laissent toutefois envisager un ralentissement.

Le taux hypothécaire à 30 ans s'est inscrit, mi-août, à un minimum historique, à 6,22 %. Une nouvelle diminution, stimulant les refinancements, correspondrait probablement à une détérioration des perspectives économiques. Dans cette hypothèse, une perte de confiance des ménages pourrait, à terme, réduire leur propension à tirer des liquidités de leurs plus-values immobilières pour accroître leurs dépenses.

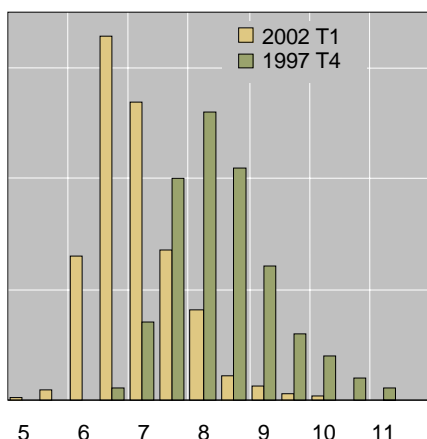
De surcroît, l'intense activité de refinancement des deux dernières années a fortement amenuisé l'encours de crédits hypothécaires susceptibles d'être

Les refinancements restent soutenus en 2002, mais plusieurs facteurs semblent indiquer un ralentissement

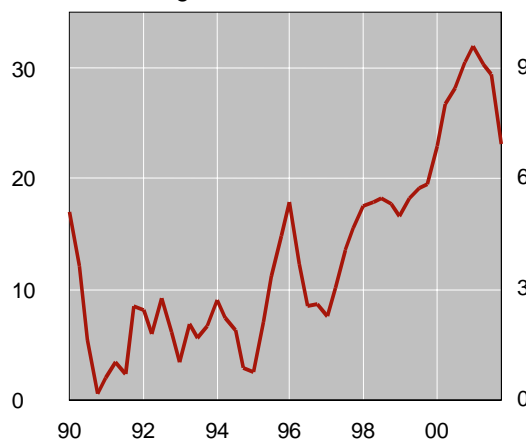
¹³ Voir, à ce sujet, BRI (2001).

Encours de TAH et prix du logement

Encours de TAH à 30 ans¹



Prix du logement²



¹ Répartition en fonction du coupon (abscisse), en % de l'encours total. ² Indice pondéré de la variation, sur plus d'une transaction, du prix des logements individuels assortis d'une hypothèque acquise ou titrisée par Fannie Mae ou Freddie Mac ; variation, en %, sur quatre trimestres.

Sources : Bloomberg ; Freddie Mac ; OFHEO.

Graphique 4

refinancés. Actuellement, 26 % seulement des TAH à 30 ans ont un coupon supérieur à 7 %, contre 92 % fin 1997 (graphique 4) : une baisse des taux représenterait une réduction sensible des paiements d'intérêts pour beaucoup moins d'emprunteurs que par le passé.

Par ailleurs, les possibilités de modifications additionnelles du côté de l'offre de nature à abaisser structurellement les coûts apparaissent limitées. Les frais de transaction sur le marché hypothécaire primaire ont déjà subi un recul spectaculaire. Les conditions favorables à une nouvelle expansion des émissions d'obligations par les agences paragouvernementales dépendront, dans une très grande mesure, de l'offre d'autres titres de qualité : pour les titres du Trésor américain, en particulier, celle-ci semble beaucoup plus importante aujourd'hui qu'on ne l'avait prévu.

Dans ces conditions, les refinancements seront largement fonction de l'évolution des prix du logement. Dans les trois premiers mois de 2002, l'indice OFHEO a progressé de 6,1 % par rapport aux quatre trimestres précédents. La simple absence d'une nouvelle hausse significative devrait freiner les refinancements et réduire le rôle joué par le patrimoine immobilier pour compenser les moins-values dans d'autres secteurs.

Conclusion

La vague de refinancements aux États-Unis montre comment des changements dans ce secteur peuvent influencer les résultats macroéconomiques. La conjonction d'une très forte progression des refinancements depuis 1998 et d'innovations sur le marché des crédits hypothécaires conforte l'opinion selon laquelle des modifications du côté de l'offre ont affecté le volume de refinancements. Les liquidités obtenues à partir du patrimoine immobilier ont, à leur tour, soutenu les dépenses des ménages.

Cette situation semble avoir eu un effet anticyclique considérable, du moins aux États-Unis en 2001¹⁴.

À plus long terme, cette récente vague de refinancements pourrait présager un monde nouveau dans lequel le patrimoine immobilier serait de plus en plus considéré comme source de liquidités et moyen de lisser les fluctuations des revenus et des actifs. Cette configuration inédite ne se limiterait pas nécessairement à l'utilisation des crédits hypothécaires traditionnels. Les prêts immobiliers sur hypothèques de second rang et les lignes de crédit renouvelables contre garantie immobilière pourraient aussi être utilisés à cet effet.

L'amélioration ainsi apportée à la gestion des flux de trésorerie et, en fin de compte, aux dépenses des ménages pourrait, comme en 2001, contribuer à réduire la volatilité du cycle conjoncturel. Cette diversification des possibilités de lisser la dépense dans le temps risque cependant de mener à un endettement excessif des ménages, surtout si les plus-values immobilières sont jugées constituer une source intarissable de revenus. Un tel surendettement pourrait alors, en cas de stagnation ou d'effondrement des prix, voire de hausse des taux d'intérêt, faire de l'investissement immobilier non plus un élément régulateur, mais une charge financière. Cela montre qu'une plus grande souplesse financière des ménages, pour être viable, exige un niveau d'endettement et des modes de financement soutenables.

Références

Aoki, K., J. Proudman et G. Vlieghe (2002) : « Houses as collateral : has the link between house prices and consumption in the UK changed ? », *Economic Policy Review*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 8, n° 1, mai.

Banque des Règlements Internationaux (2002) : *72^e Rapport annuel*, Bâle.

Banque des Règlements Internationaux (2001) : « The changing shape of fixed income markets : a collection of studies by central bank economists », *BIS Papers*, n° 5, Bâle.

Bennett, P., F. Keane et P. Mosser (1999) : « Mortgage refinancing and the concentration of mortgage coupons », *Current Issues in Economics and Finance*, Federal Reserve Bank of New York, vol. 5, n° 4, mars.

Bennett, P., R. W. Peach et S. Peristiani (2001) : « Structural changes in the mortgage market and the propensity to refinance », *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 33, n° 4, novembre.

Brady, P. J., G. B. Canner et D. M. Maki (2000) : « The effects of recent mortgage refinancing », *Federal Reserve Bulletin*, juillet.

¹⁴ Un exemple d'effets procycliques a été constaté aux Pays-Bas en 2000. Voir Nederlandsche Bank (2002).

Capozza, D. R. et P. Seguin (1996) : « Expectations, efficiency, and euphoria in the housing market », *Regional Science and Urban Economics*, vol. 26, n° 3-4, juin.

Fannie Mae (1999) : *1998 Annual Report*, Washington.

Joint Center for Housing Studies (2002) : *The state of the nation's housing 2002*, Cambridge, Massachusetts.

Naranjo, A. et A. Toevs (2002) : « The effect of purchases of mortgages and securitization by government sponsored enterprises on mortgage yields and volatility », *Fannie Mae Papers*, vol. 1, n° 3, mai.

Nederlandsche Bank (2002) : *Annual Report 2001*, Amsterdam.