

LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

Notre lettre aux parlementaires

ÉDITO

Préserver le modèle français de financement de l'immobilier

Ce numéro des Carnets est intégralement consacré au financement, par les particuliers, des biens immobiliers.

La France possède un modèle spécifique et performant de financement de l'immobilier résidentiel, unique en Europe. Il repose sur trois caractéristiques principales (sur lesquelles nous revenons dans le premier article, qui compare la France et ses principaux voisins de l'Union européenne) :

- En premier lieu, par la méthode d'analyse des risques. La France raisonne en flux alors que ses voisins européens pensent en termes de bilan. De manière plus explicite : le premier critère d'évaluation en France est celui de la solvabilité future de l'emprunteur. Nos voisins européens, et plus en général les pays anglo-saxons (incluant donc les Etats-Unis), raisonnent en termes de rapport entre le montant du crédit et la valeur du bien acquis (« Loan to value »). Or l'expérience montre en particulier à l'occasion de la crise des subprimes – que la valeur d'un bien immobilier peut connaître d'importantes variations, à la hausse comme à la baisse.

- En second lieu, parce que les prêts immobiliers souscrits en France sont, à près de 90%, à taux fixes. Cela signifie que les banques prennent à leur charge le risque de taux alors que, dans les pays anglo-saxons en particulier, ces risques sont portés par l'emprunteur.

- Enfin, seuls 30% environ des prêts sont associés à une hypothèque. Cela signifie que plus des deux tiers des prêts font l'objet d'une garantie accordée soit par le Crédit Logement (entreprise dont le capital est détenu par les principaux réseaux bancaires), soit par des dispositifs comparables. Cette solution est à la fois moins lourde (elle évite le recours à un notaire) et moins coûteuse que la prise d'hypothèque.

La qualité de ce modèle se traduit en particulier par un taux de défaut du remboursement

des prêts inférieur à la moyenne européenne. En d'autres termes : les crédits immobiliers français sont de meilleure qualité que ceux de nos homologues européens.

Or ce modèle risque d'être bousculé pour deux motifs.

- Les contraintes règlementaires ont obligé les banques européennes à réduire leur bilan de manière drastique (à titre d'exemple, le bilan de BNP Paribas est passé de 2.500 Mds€ à fin

pendant aux actifs financés à taux fixes.

Les conditions de financement des biens immobiliers résidentiels sont un facteur clé du dynamisme de l'économie française. Son impact social (en particulier : favoriser l'accès à la propriété) est également fondamental. Notre dernier article rappelle comment, dès les années trente, les Etats-Unis ont mis en œuvre un dispositif de garantie par l'Etat des prêts immobiliers, dont l'objet politique était de permettre aux particuliers de devenir propriétaires. Techniquement, il permet aux banques de céder plus facilement leurs crédits immobiliers.

Le modèle français doit donc être préservé.

Deux mesures pourraient être prises à court terme.

- D'une part, afin de compenser la réduction des bilans bancaires entraînés par les mesures prudentielles, faciliter la cession par les banques de leurs crédits immobiliers à des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance,...).

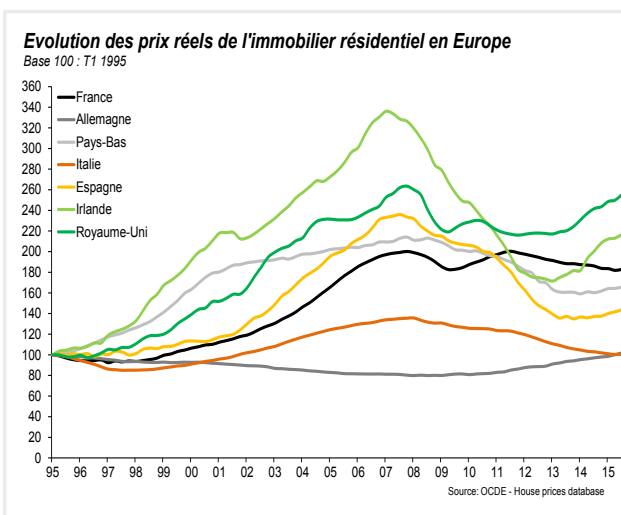
Cette démarche s'inscrirait parfaitement dans le cadre du projet européen d'Union des marchés de capitaux.

- D'autre part, et parce qu'il en est encore temps, de fédérer des pays européens afin de peser sur les négociations européennes et internationales et de réduire, autant que faire se peut, certains effets négatifs des nouvelles réglementations bancaires. Il convient, à ce propos, de rappeler que le Comité de Bâle est une instance normative internationale, et non pas européenne. Les recommandations du Comité de Bâle n'ont pas force de loi. Leur non-respect n'entraîne aucune sanction. Elles ne peuvent devenir opérationnelles que lorsqu'elles sont transcrites soit au niveau européen (directives ou règlements) ou national (lois ou décrets).

Philippe-Olivier ROUSSEAU

philippe-olivier.rousseau@bnpparibas.com

Affaires publiques France - BNP Paribas



2009 à 1.800 Mds€ à fin 2013). Ce « deleveraging » des banques a été réalisé en préservant autant qu'il était possible leurs marchés domestiques. Cependant, les nouvelles réglementations (TLAC, règles de liquidité à un an ou NSFR, nouvelles règles prudentielles émises par le Comité de Bâle, dites de Bâle 4) vont encore accroître la pression sur les bilans bancaires, entraînant de manière presque mécanique des effets sur les marchés domestiques.

- Par ailleurs, au sein de Bâle 4, la règle sur le risque de taux dans les portefeuilles bancaires, très technique en apparence, va pénaliser lourdement les prêts à taux fixes. En effet, les banques devront faire face à des exigences accrues en termes de fonds propres corres-



BNP PARIBAS

La banque d'un monde qui change

Marchés et risques immobiliers en Europe : des situations contrastées

La nette progression des prix de l'immobilier résidentiel domestique dans un grand nombre de pays européens (notamment le Royaume-Uni, l'Irlande et l'Espagne - voir graphique en p.1) ces 20 dernières années, malgré des ajustements plus ou moins accusés peu après la crise, a induit un fort accroissement de l'endettement des ménages. En parallèle, la croissance des crédits à l'habitat a été extrêmement dynamique dans les années pré-crise mais plus modérée et voire en territoire négatif ensuite (voir graphique ci-contre). On peut relever également que les ménages ont pu bénéficier de conditions de financement de plus en plus favorables, dans le sillage, notamment, des baisses successives des taux directeurs depuis la crise (voir graphique en p. 3). La part des crédits à l'habitat dans le total des prêts du secteur privé non financier (ménages et sociétés non financières) est généralement relativement élevée (voir graphique en p. 3). La revalorisation récente de l'immobilier résidentiel dans certains pays européens est le reflet d'une amélioration des conditions économiques combinée à la persistance d'un environnement de taux bas. La poursuite de ce mouvement augmenterait, néanmoins, à terme la sensibilité des prix immobiliers à un retournement du cycle monétaire.

Comparativement à d'autres pays européens comme l'Irlande ou l'Espagne, les risques de crédit immobiliers sont relativement circonscrits en France. Le Joint Forum - qui regroupe les régulateurs financiers et les banques centrales sous l'égide de la Banque des règlements internationaux (BRI) - et les agences de notation ont souligné, dès l'été 2013, la **plus grande sûreté des prêts immobiliers français par rapport à ceux d'homologues européens du fait du respect de règles prudentielles plus strictes, d'un recours intensif au cautionnement des prêts et de pratiques très rigoureuses en matière d'octroi de crédit.**

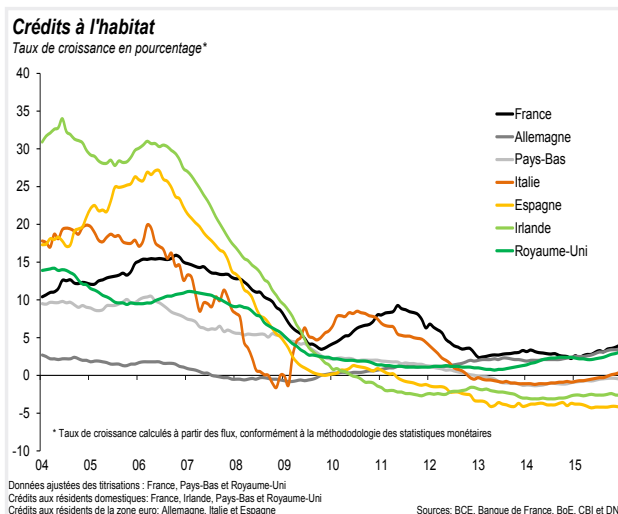
Importantes spécificités nationales

Les marchés européens des prêts à l'habitat présentent d'importantes spécificités nationales qui justifient un traitement comptable différencié des risques immobiliers en Europe. Dans les pays anglo-saxons, l'attribution des prêts à l'habitat dépend plus étroitement de la valeur sous-jacente du collatéral apporté en garantie du bien financé, alors que le cau-

tionnement reste peu usité. Ainsi, en cas de correction immobilière, les banques pâtissent d'une dégradation de la qualité de leurs actifs bancaires à double titre, au travers : i) d'une hausse des taux de défaut (détérioration du contexte économique) et ii) d'une revente à perte des biens mis en garantie. En effet, en revendant les biens immobiliers mis en garantie en cas de non remboursement de l'emprunteur, les banques exacerberaient, de fait, la pression à la baisse des prix de l'immobilier résidentiel, subissant en retour une nouvelle dégradation de la qualité de leurs créances. Enfin, la prééminence de taux variables au Royaume-Uni ou en Irlande renforce l'impact

potentielle des défauts au travers d'une mutualisation du risque de crédit ; ii) le déploiement de **politiques prudentes de distribution de crédit en liant la capacité d'emprunt aux revenus des ménages** (mensualités et autres charges inférieures ou égales à 33% des revenus mensuels) et en conditionnant l'octroi d'un crédit immobilier à un apport personnel, sauf pour une clientèle capable de mobiliser une épargne financière suffisante pour absorber, si besoin, tout ou partie de ses dettes (montant du prêt inférieur ou égal à cinq fois celui des fonds propres apportés par le ménage) ; iii) la **prépondérance de taux fixes** (plus de 90% des prêts) qui limitent la sensibilité de la qualité des portefeuilles de prêts aux mouvements de taux d'intérêt (cf. article en page suivante).

Certains pays européens comme les Pays-Bas ont mis sur pied des mécanismes originaux pour circonscrire les risques immobiliers. Dans la mesure où les ménages néerlandais sont endettés majoritairement sous forme de prêts à taux fixe in fine ou à taux variable plafonné, le ratio loan-to-value est largement déterminé par l'évolution des prix de l'immobilier. Malgré une part importante d'emprunteurs qui affichent une dette hypothécaire résiduelle supérieure à la valeur de leur bien immobilier (près du quart en 2014, selon la Banque centrale des Pays-Bas ou DNB), le taux de défaut des ménages reste pour le moment relativement faible, en raison notamment, d'une épargne financière suffisante pour « éponger » une partie des dettes. **L'incidence potentielle des défauts est, en outre, atténuée par le cadre juridique très favorable dont bénéficient les banques néerlandaises¹ et l'existence d'un fonds national de garantie, le « Nationale Hypotheek Garantie » (NHG) couvrant la dette résiduelle des ménages en cas de vente forcée des biens, constituant ainsi un filet de sécurité pour les ménages mais aussi pour les banques en contribuant à accroître leur taux de récupération en cas de défaut.**



de variations sous-jacentes des taux sur la qualité des portefeuilles de prêts à l'habitat.

En revanche, le **marché français des prêts à l'habitat se distingue singulièrement de celui de ses pairs européens**, notamment, par la probabilité de défaut, en l'occurrence faible, qui constitue la variable discriminante. Ainsi, une baisse éventuelle plus prononcée des prix de l'immobilier résidentiel en France aurait un impact direct très limité sur la rentabilité des banques mais également un effet de richesse indirect marginal sur la consommation des ménages. Trois éléments conduisent à **amortir significativement l'incidence d'une correction immobilière** sur la probabilité de défaut et/ou le taux de perte en cas de défaut et, à en limiter les conséquences sur la solvabilité bancaire: i) le cautionnement des prêts via principalement le Crédit Logement (environ 60% des prêts résidentiels français en 2014) qui constitue un filet de sécurité pour les établissements de crédit en atténuant l'incidence

Laurent NAHMIA
laurent.nahmias@bnpparibas.com
Recherche économique Groupe, BNP Paribas

1-Le cadre légal permet à une banque de se retourner pleinement contre tout emprunteur défaillant : i) d'une part, la loi contraint le détenteur de prêts hypothécaires à rembourser sa dette résiduelle si la liquidation du bien immobilier s'établit à un montant inférieur à l'encours du prêt ; ii) d'autre part, l'application du régime sur les faillites personnelles, particulièrement onéreux, conduit naturellement les ménages à éviter de se mettre en situation de défaut.



Crédit immobilier à taux fixe, une spécificité française menacée

Les régulateurs réunis au sein du Comité de Bâle (BCBS) travaillent depuis plusieurs mois à la mise en place de **nouvelles exigences en fonds propres destinées à couvrir spécifiquement le « risque de taux dans le portefeuille bancaire¹ »** (IRRBB, « *Interest-Rate Risk in the Banking Book* »). Jusqu'à présent, les régulateurs n'étaient pas parvenus à « normaliser » la mesure du risque de taux et seuls certains établissements particulièrement exposés à ce risque se voyaient imposer des exigences spécifiques par leur superviseur au titre du pilier 2² des accords de Bâle. Les nouvelles charges en fonds propres, qui s'appliqueraient désormais à l'ensemble des banques viendraient s'ajouter aux exigences réglementaires déjà en vigueur, dans le cadre des accords de Bâle III, relatives aux risques de crédit, de marché, opérationnel, de levier ou encore de liquidité.

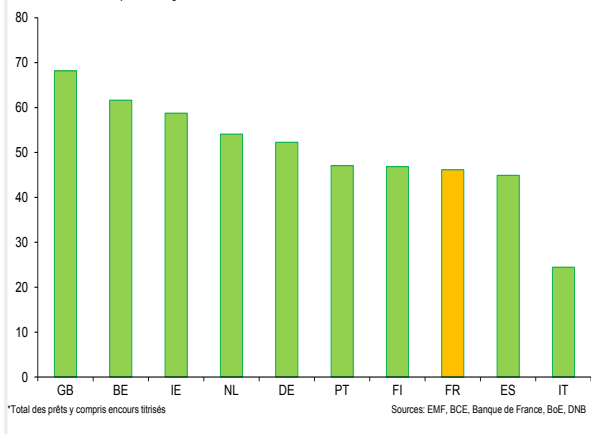
Le risque de taux est inhérent à l'activité bancaire

Le risque de taux auquel sont confrontées les banques découle de leur activité traditionnelle de « transformation », consistant à financer des actifs à long terme, tels les crédits immobiliers, avec des ressources à court terme, comme les prêts interbancaires. Les différences de maturité entre les actifs financés et les passifs de refinancement induisent en effet un risque de fluctuation des résultats lié aux écarts et variations de taux d'intérêts entre ces actifs et ces passifs. Si les objectifs de la réforme en préparation sont donc tout à fait légitimes, les orientations actuelles du Comité de Bâle pourraient cependant totalement remettre en cause le modèle français du crédit immobilier résidentiel.

Les règles envisagées par Bâle remettraient en cause l'existence même du taux fixe

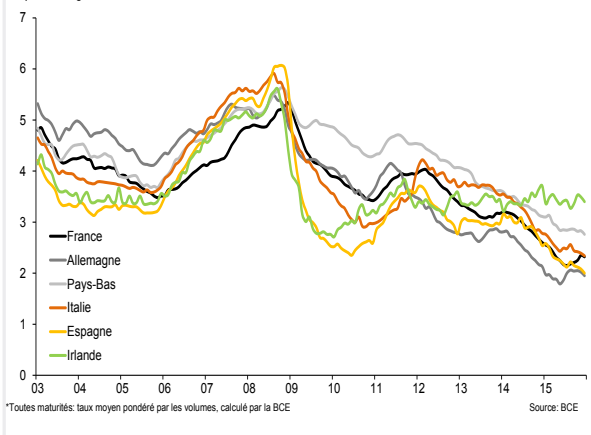
En effet, la méthodologie actuellement défendue par Bâle conduirait d'une part à **pénaliser fortement le taux fixe en imposant pour les actifs financés à taux fixe des exigences en fonds propres très lourdes pour les banques**, et d'autre part à favoriser l'hypothèque par rapport au cautionnement, considérant à tort que ce dernier offre moins de protection que l'hypothèque pour la banque prêteuse. En d'autres termes, la réforme préconisée par Bâle conduirait à privilégier le modèle anglo-saxon du crédit immobilier, fondé sur les

Prêts à l'habitat* dans le total des crédits des agents non financiers
Parts des encours en pourcentage au T3 2015



taux variables, l'hypothèque et la valeur du bien acquis, au détriment du modèle français, basé sur le taux fixe, le cautionnement bancaire et l'analyse de la solvabilité actuelle et future de l'emprunteur. Il faut rappeler en effet que le taux fixe est une spécificité française puisque plus de 90% des prêts immobiliers en France sont à taux fixe alors que les

Taux d'intérêt sur les nouveaux prêts à l'habitat
En pourcentage



taux variables sont la norme dans la plupart des autres pays européens, dont le Royaume-Uni, ainsi qu'aux Etats-Unis. La réforme proposée par Bâle, si elle était adoptée en l'état, pénaliserait donc avant tout les emprunteurs français, ainsi que les banques françaises, par rapport à leurs concurrentes étrangères.

Le crédit immobilier en France : un modèle éprouvé

Est-ce justifié ? **Le modèle français de financement de l'immobilier résidentiel est-il effectivement plus risqué ?** L'analyse de l'histoire des cinquante dernières années montre qu'il n'en est rien. Rappelons tout d'abord que c'est

le modèle américain de distribution du crédit immobilier qui est à l'origine de la grave crise des subprimes en 2007.

Rappelons également la faillite de Northern Rock au Royaume-Uni. A l'inverse, le crédit immobilier et le marché immobilier en France ont bien résisté aux différentes crises économiques et financières, avec une croissance continue des encours, un niveau faible de défaillance des emprunteurs et des taux qui sont restés très bas et ont notamment été, sur les dix dernières années, parmi les plus avantageux pour l'emprunteur en Europe du fait de la forte concurrence qui s'exerce en France sur ce produit. Pour les banques, le critère de la solvabilité de l'emprunteur offre en réalité plus de sécurité que celui de la valeur du bien acquis, cette dernière étant par nature plus volatile que les revenus des emprunteurs. Or l'évaluation de la solvabilité future de l'emprunteur tient avant tout à l'utilisation du taux fixe, puisque celui-ci permet des mensualités totalement stables, qui immunisent l'emprunteur contre les variations des taux de marché. Renoncer au taux fixe reviendrait par ailleurs à transférer le risque de taux des banques vers les emprunteurs français, qui n'ont pas les mêmes moyens (ni la volonté) de se couvrir contre ce risque. Il faut ajouter à cela que le système français du cautionnement bancaire est un mode de garantie tout à fait sûr pour les banques et nettement moins coûteux pour les emprunteurs que l'hypothèque (cf. article sur les marchés immobiliers en Europe, p2).

Hubert d'ETIGNY

hubert.detigny@bnpparibas.com

Affaires institutionnelles Groupe, BNP Paribas

1- Afin de calculer les exigences en fonds propres, les actifs détenus par les établissements de crédit sont répartis entre (i) d'une part le portefeuille bancaire, dans lequel sont enregistrées la plupart des transactions à moyen et long termes (crédits, dépôts...) et qui donne lieu à des exigences en fonds propres essentiellement au titre du risque de crédit et (ii) d'autre part le portefeuille de négociation, dans lequel sont enregistrées toutes les positions sur instruments financiers et produits de base détenues à des fins de négociation à court terme ou pour couvrir d'autres éléments du portefeuille de négociation, qui donne lieu à des exigences en fonds propres en premier lieu au titre des risques de marché.

2- Le pilier 2 prévoit qu'au-delà du pilier 1, qui fixe les ratios de fonds propres, de liquidité et de levier pour tous les établissements, le superviseur peut décider d'imposer des fonds propres supplémentaires à un établissement donné, au-delà des exigences minimales imposées à l'ensemble des établissements, si le profil de risque de cet établissement le justifie.



La titrisation des prêts immobiliers aux Etats-Unis s'appuie sur une garantie fédérale

Il existe aux Etats-Unis un marché actif des créances immobilières titrisées où cédants et investisseurs se rencontrent. L'essentiel de la titrisation américaine (86% de l'encours total) est d'ailleurs une titrisation de prêts immobiliers résidentiels (RMBS). A tel point que le marché de ces titres, particulièrement large et liquide, est devenu le **marché de référence en matière de titrisation**. Il est cependant **atypique dans la mesure où il s'appuie largement sur une garantie fédérale**. On parle alors de titrisation «d'Agence», par opposition aux titrisations non garanties dites «privées». **Ces titrisations d'Agence représentent 71% du total des titrisations américaines**.

Une titrisation d'Agence est une titrisation ga-

rantie par une des trois Agences gouvernementales américaines connues sous les diminutifs de Ginnie Mae, Fannie Mae et Freddie Mac. On distingue deux types de titrisations d'Agence : celles de Ginnie Mae d'une part et celles de Fannie Mae et de Freddie Mac d'autre part. En effet, la garantie fédérale dont bénéficie Ginnie Mae est explicite alors qu'elle n'est qu'implicite, mais devenue explicite dans les faits, lors de la crise financière récente, pour Fannie Mae et Freddie Mac. En outre, Ginnie Mae ne joue qu'un rôle de garant, intervenant en deuxième niveau pour garantir des titrisations de prêts qui sont eux-mêmes déjà garantis par d'autres instances fédérales, alors que Fannie Mae et Freddie Mac achètent des prêts, garantis au niveau fédéral ou non, et les titrisent sous leur

propre label. Contrairement à Ginnie Mae, ces deux sociétés sont donc aussi des arrangeurs et des investisseurs.

La garantie fédérale suscite l'appétit des investisseurs car elle transforme les RMBS d'Agence en un actif souverain (Ginnie Mae) ou quasi-souverain (Fannie Mae et Freddie Mac). En retour, la taille de ce marché permet aux banques américaines de céder facilement leurs prêts immobiliers et de réduire ainsi de manière très significative la taille de leurs bilans et leur besoin en fonds propres. **Ce mécanisme constitue un avantage considérable pour la compétitivité des banques américaines, dans un contexte de concurrence mondiale très forte.**

Glossaire de la titrisation

Titrisation : Une titrisation est une opération de transfert de créances bancaires (par exemple des prêts en cours) à des investisseurs à laquelle est associée une transformation des créances en titres financiers négociables dans un marché. Cette transformation est réalisée via une société ad hoc habilitée à acheter les créances et qui émet les titres (par exemple, un organisme de titrisation en droit français). La cession des créances permet à la banque cédante de transférer aux investisseurs tout ou partie des risques attachés aux créances ; et de sortir, sous certaines conditions, les créances transférées de son bilan.

Assets backed securities (ABS) : Les ABS (littéralement : titres adossés à des actifs) désignent tous les titres issus de la titrisation en dehors de ceux adossés à des prêts immobiliers. On dénombre, parmi les actifs sous-jacents, les prêts et le crédit-bail automobile, les créances relatives aux cartes de crédit, les prêts étudiants, les prêts aux petites entreprises, etc.

Residential mortgage backed security (RMBS) : Les RMBS désignent les titres

adossés à des prêts immobiliers résidentiels.

Commercial mortgage backed security (CMBS) : Les CMBS désignent les titres adossés à des prêts immobiliers commerciaux (bureaux, centres commerciaux...).

Collateralized debt obligation (CDO) : un CDO est une sous-catégorie d'ABS adossés à des créances sur un nombre limité d'emprunteurs, de type institutionnels (de 20 à 500) par opposition aux portefeuilles traditionnels d'ABS où le nombre de débiteurs est compris entre 500 et 100 000. La majorité des actifs des CDO sont générés par le système bancaire et prennent la forme d'un portefeuille d'obligations (Collateralised bond obligations, CBO) ou de prêts commerciaux (Collateralised loan obligations, CLO).

Obligation sécurisée : A l'instar des ABS et RMBS, les obligations sécurisées (Covered bonds) sont des titres financiers adossés à des créances (essentiellement des prêts immobiliers résidentiels et des expositions sur des entités publiques, plus marginalement des prêts à la construction navale ou aéronautique). Ces obligations se distinguent

des titres émis par les véhicules de titrisation sur deux plans :

- l'émission des obligations sécurisées est réalisée par l'établissement de crédit qui détient les créances et non par un véhicule de titrisation ;

- l'investisseur qui acquiert des obligations sécurisées a un double recours, en premier lieu sur l'établissement émetteur puis sur le portefeuille d'actifs sous-jacents, alors que le détenteur d'ABS (ou de toute autre titrisation) n'a de droits que sur le portefeuille d'actifs sous-jacents.

Ratio "loan to value" (LTV) : le ratio loan to value (prêt sur valeur) correspond au ratio constaté à l'octroi du prêt entre le montant du crédit principal et la valeur d'achat du logement hors droits de mutation et/ou d'acquisition.

Sources : BNP Paribas et Bulletin de la Banque de France n° 194, 4ème trimestre 2013 et www.lesclesdelabanque.com

