



10 janvier 2020

Risques sur le financement du marché de l'immobilier américain

Éléments principaux

- **Les non banques sont devenues des acteurs clés du financement de l'immobilier aux USA**
- **Elles dominent le marché des prêts aux ménages à faibles revenus, garantis par l'Etat fédéral**
- **Ces établissements sont moins bien régulés que les banques, fortement dépendants du financement à court terme et disposent de peu de ressources disponibles en cas de choc**
- **Ils représentent un risque pour la stabilité financière – Risque de liquidité systémique**
- **En cas de crise, le coût pourrait être considérable pour le contribuable**
- **Les autorités fédérales commencent à peine à prendre conscience des risques encourus**

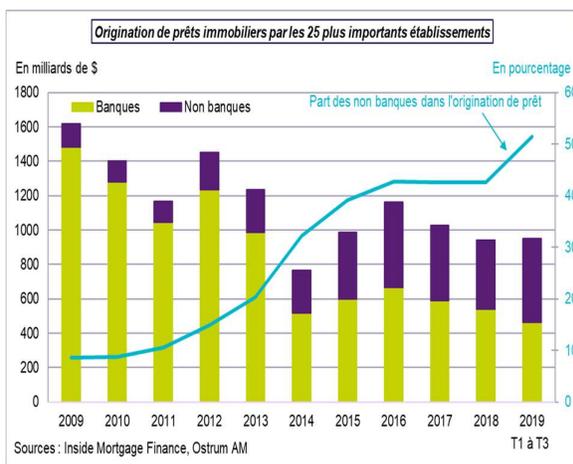
On parle beaucoup du risque lié au financement des entreprises fortement endettées aux Etats-Unis (leveraged loans) mais très peu de celui concernant le financement important du marché de l'immobilier résidentiel américain par les établissements non bancaires, voire pas du tout. Or, depuis la crise financière, les banques commerciales se sont désengagées de ce marché et ces établissements ont comblé le vide. Ils occupent aujourd'hui une place prédominante, notamment dans les prêts accordés aux ménages les plus modestes. Ce système fonctionne bien en période de croissance mais il n'a jamais été testé en période de tensions financières, de retournement du marché de l'immobilier ou de récession. Comme l'a signalé Jerome Powell, le président de la Réserve Fédérale (Fed), le risque se situe désormais hors du système bancaire.

L'objectif de ce papier est de mettre en évidence le risque systémique que fait courir la forte présence des non banques dans le financement de l'immobilier résidentiel américain. Nous mesurerons dans un premier temps leur importance dans le financement de l'immobilier. Dans un second temps, nous passerons en revue les fragilités concernant leur mode de financement et leurs structures opérationnelles. Enfin, nous mettrons en avant les risques que ces établissements représentent pour la stabilité financière.

Les établissements non bancaires ont vu leur part de marché fortement augmenter depuis la crise

Le financement du marché de l'immobilier américain a connu un bouleversement majeur depuis la crise. **Le poids des établissements non bancaires a fortement augmenté pour représenter aujourd'hui plus de 50% de l'origination des prêts immobiliers** : 53,6% en 2018, selon le Home Mortgage Disclosure Act, contre seulement un peu plus de 20% avant la crise. En 2018, six établissements non bancaires figuraient ainsi parmi les 10 plus grands établissements ayant originé des prêts immobiliers pour l'achat d'un bien et pour le refinancement. Le leader est Quicken Loans, suivi par United Shore Financial Services LLC (3^{ème} place) et Loan Depot (5^{ème} place). La banque Wells Fargo est deuxième.

Le graphique suivant permet de mesurer leur forte progression. Sur les 25 plus grands établissements, la part des non banques dans l'origination de prêt est de 51,3%, sur les 3 premiers trimestres 2019, contre un peu moins de 10% en 2009.



La présence des non banques a également fortement augmenté dans l'activité de service des prêts pour atteindre près de 50% en 2018. Celle-ci consiste à collecter les remboursements du capital et les intérêts de l'emprunteur, pour le compte de l'investisseur final, ainsi que le paiement des taxes et des assurances du prêt. Cela est le fait essentiellement des plus grands établissements non bancaires, à hauteur de 80% selon le Conference of State Bank Supervisors (CSBS).

Un essor lié au désengagement des banques

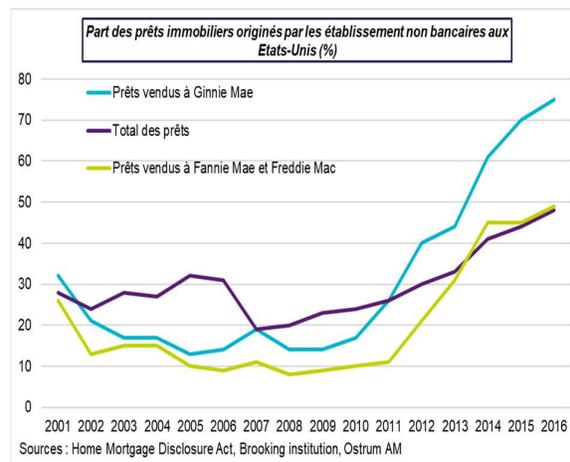
Après la crise financière, les banques ont réduit leur présence dans le financement de l'immobilier et plus particulièrement les grandes banques. Il y a plusieurs raisons à cela. Les coûts importants après la crise des subprimes, liés notamment aux rachats forcés des prêts en cas de litige, et le net renforcement de la réglementation, dont les exigences en fonds propres. Les banques ont ainsi cessé leur activité de prêt immobilier ou l'ont limitée aux ménages les plus aisés.

Les non banques ont pris le relais. Certaines d'entre-elles ont par ailleurs adopté des technologies avancées leur permettant de réduire leurs coûts de distribution et de capter beaucoup plus de clients. Les emprunteurs peuvent notamment demander un prêt immobilier de chez eux en quelques clics seulement.

Poids démesuré des non banques dans les prêts accordés aux ménages les plus fragiles

Les établissements non bancaires ont fortement accru leur présence dans le financement des prêts bénéficiant d'un programme fédéral destiné à faciliter le financement et à favoriser l'accès à la propriété des ménages. Les non banques occupent ainsi une place importante dans l'origination de prêts vendus et titrisés par les agences fédérales Freddie Mac (58% en septembre 2019 selon l'Urban Institute) et Fannie Mae (55% en septembre 2019). Ces prêts bénéficient d'une garantie implicite de l'Etat contre le risque de défaut depuis leur mise sous tutelle en 2008.

La part des non banques dans le financement des prêts titrisés et garantis par Ginnie Mae est de 86%, en septembre 2019, ce qui est considérable et beaucoup plus élevé qu'avant la crise. Ces prêts sont accordés aux ménages les plus fragiles dans le cadre d'un programme fédéral et garantis le plus souvent par les agences fédérales « Federal Housing Administration » et « Department of Veterans Affairs ».



Ces prêts sont plus risqués : le ratio prêt sur valeur du bien immobilier est élevé, les ménages présentent un ratio dette sur revenu important ou encore un faible score de crédit. Les investisseurs finaux bénéficient de la garantie explicite de l'Etat quant au risque de défaut de l'emprunteur.

La part des non banques dans l'activité de service des prêts est également plus importante pour les prêts garantis par Ginnie que pour ceux garantis par Freddie et Fannie.

Les sources de fragilités

Forte dépendance au financement de court terme

Contrairement aux banques, les non banques ne disposent pas des dépôts des emprunteurs pour financer leurs prêts. **Ces établissements financent les prêts immobiliers par le biais de lignes de crédit auprès des banques commerciales.** Le prêt immobilier sert de collatéral. Ce financement se fait à court terme, le plus souvent pour une durée de 15 jours, le temps de vendre le prêt à des investisseurs finaux (le plus souvent à des agences fédérales) et de le titriser.

Les non-banques dépendent également de ces lignes de crédit pour faire face à leurs obligations dans leur activité de service de prêt, lorsque l'emprunteur ne parvient pas à payer à temps ses mensualités. Les non banques sont alors tenues de réaliser des avances aux investisseurs finaux (paiement des intérêts) et de payer les taxes et les assurances du prêt.

Le niveau de liquidités détenues par les non banques est bien inférieur à celui des banques. En général, les plus

grands établissements ont juste assez de cash et d'actifs disponibles à la vente pour ne couvrir que quelques mois d'opérations courantes et de versements d'intérêts.

Spécialisé dans une seule activité

Contrairement aux banques, le revenu des non banques ne dépend généralement que de l'origination et/ou du service des prêts immobiliers. Cela les rend particulièrement vulnérables en cas de choc ou de détérioration du marché de l'immobilier.

Faiblement capitalisé

Ces établissements disposent de peu de ressources pour faire face à un choc sur leur activité. Leurs actifs : le prêt immobilier ou les droits de service des prêts servent souvent de collatéraux et peuvent être saisis par les banques en cas de difficultés. Leur valeur peut par ailleurs nettement baisser en cas de crise et ils peuvent devenir moins liquides. Ils ne disposent que de peu de capital et une partie significative de ces établissements ne serait pas profitable.

Ces établissements sont moins bien régulés que les banques

Contrairement aux banques, leur supervision ne s'effectue pas au niveau fédéral par la Fed ou le FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) mais au niveau des Etats et d'institutions gouvernementales tels que le Conference of State Bank Supervisors et l'American Association of Residential Mortgage Regulators. Les non banques suivent également les règles fixées par les agences gouvernementales. Les stress tests menés par Fannie et Freddie sont moins exigeants que ceux réalisés par la Fed. Ginnie Mae travaille à la mise en place de stress tests sur les établissements non bancaires et pourrait demander à des tiers (les agences de notations habituelles) de noter les plus importants. La difficulté majeure pour les régulateurs est le manque de données disponibles pour bien appréhender les risques puisque ces établissements ne sont pas cotés.

Risque sur la stabilité financière en cas de choc ou de retournement conjoncturel

Les non banques sont exposées dans leur activité d'origination pour l'achat d'un bien immobilier et de service de prêts aux risques d'un retournement du marché de l'immobilier, d'un ralentissement marqué de la croissance ou d'une récession. La hausse du taux de chômage qui en résulterait, fragiliserait les ménages ce qui se traduirait par une augmentation des retards de paiement et des taux de défaut des emprunteurs.

Les non banques sont également exposées au risque d'une forte hausse des taux d'intérêt dans leur activité d'origination pour le refinancement de prêts immobiliers. Une forte hausse des taux réduirait la demande de refinancement des ménages ce qui pèserait sur le revenu de ces établissements et les fragiliserait. Or ces institutions disposent de peu de ressources pour faire face à un choc ou un retournement de la conjoncture.

Risque de liquidité systémique

Un papier réalisé par trois économistes de la Fed et deux professeurs de l'Université de Berkeley (1) met en évidence le risque de liquidité systémique lié à l'importance des non banques dans le financement de l'immobilier américain.

Dans un épisode de fortes tensions financières, de ralentissement marqué, voire de récession, ou de retournement du marché de l'immobilier, les banques commerciales pourraient être incitées à fermer les lignes de crédit accordées aux non banques et à saisir rapidement le collatéral, en cas de violation des engagements contractuels, au moment même où ces établissements en auraient le plus besoin. Or, comme nous l'avons vu, au-delà de ce financement de court terme, les non banques ne disposent que de peu de ressources pour absorber un choc éventuel.

Risque plus important pour l'activité de service...

Ce risque de liquidité est encore plus prégnant dans l'activité de service des prêts. Lorsque l'emprunteur ne peut plus payer ses mensualités à temps, l'établissement s'occupant du service du prêt doit effectuer les versements des intérêts à l'investisseur et payer également les taxes et les assurances. L'établissement sera à terme remboursé, soit par les agences fédérales, soit par la vente du bien, mais il devra trouver le financement nécessaire à ces avances durant la période intermédiaire ce qui peut se révéler difficile en cas de choc.

... surtout pour les titres garantis par Ginnie Mae

Le risque de liquidité est plus important pour les prêts titrisés et garantis par Ginnie Mae compte tenu d'un taux de défaut plus élevé des ménages concernés et d'une période de temps prolongée durant laquelle les non banques doivent servir le prêt, avant d'être finalement remboursées par les agences fédérales (FHA et VA essentiellement). Elles peuvent également subir des pertes en capital. Or les non banques ont un rôle important dans le financement des prêts titrisés et garantis par Ginnie Mae ce qui les rend particulièrement exposées à ce risque de liquidité et de crédit.

¹ « Liquidity crises in the mortgage market », Brookings Papers on Economic Activity, march 2018

Risque de contagion à l'ensemble des non banques

Des difficultés rencontrées par un établissement peuvent par ailleurs générer des craintes sur la viabilité de l'ensemble des non banques compte tenu de leurs similitudes en matière de financement et de mode opérationnel.

Pas d'accès aux liquidités d'urgence de la Fed

Contrairement aux banques commerciales supervisées par les agences fédérales, les non banques n'ont pas accès aux liquidités d'urgence fournies par la Fed.

Risque de faillites massives des non banques

Privées de financement de court terme et incapables de remplir leurs obligations, **beaucoup d'établissements pourraient alors se retrouver en faillite**. C'est ce qui s'est produit durant la crise des subprimes, la moitié d'entre eux ayant alors disparu.

Une hausse des taux de défaut ou des difficultés financières des non banques peut réduire l'offre de crédit pour les emprunteurs, notamment pour les plus fragiles. En cas de faillites massives, Fannie, Freddie et Ginnie auraient par ailleurs des difficultés à transférer le service des prêts à d'autres établissements. Il n'est pas sûr que les banques prennent le relais. **Cela aurait pour conséquence de perturber le financement du marché de l'immobilier, d'amplifier la récession et de représenter un risque sur la stabilité financière.**

Les banques sont en partie exposées

Les banques commerciales sont exposées aux non banques par le biais des lignes de crédit qu'elles leur octroient pour financer leur activité d'origination et de service de prêt. Selon le FDIC, les prêts bancaires accordés aux non banques ont été multipliés par 7 entre 2010 et le 2^{ème} trimestre 2019, pour atteindre un peu plus de 440 milliards de \$, ce qui représente moins de 5 % des prêts totaux accordés par les banques. Moins de 11% des banques sont engagées dans ce type de prêt. Ces lignes de crédit à court terme peuvent faire l'objet de pertes importantes en cas de tensions financières, comme cela s'est produit durant la crise, mais **le risque est généralement considéré comme relativement faible par le FDIC**. Ces lignes de crédit disposent d'autres collatéraux en plus du prêt immobilier, elles contiennent de multiples protections pour le créancier et sont très surveillées. Par ailleurs, si les non banques ne respectent pas leurs engagements contractuels, les banques peuvent annuler leurs lignes de crédit et saisir le collatéral. Celles-ci ne sont par ailleurs pas exposées aux risques de rachats forcés des prêts immobiliers en cas de litige. Ce risque est supporté par les non banques qui originent le prêt.

Risque pour le contribuable

En cas de faillites massives des non banques, le financement du marché de l'immobilier serait fortement perturbé et plus particulièrement pour les ménages les plus modestes. Ginnie Mae suppose que les organismes servant le prêt disposent des ressources suffisantes pour absorber une partie importante des pertes de crédit avant que le gouvernement ne prenne le relais. Cela ne semble pas être le cas. Au-delà des pertes que le gouvernement devra prendre en charge au titre de la garantie explicite ou implicite de l'Etat, il pourrait être amené à intervenir de manière plus large pour soutenir le système non bancaire et éviter une dislocation du marché de l'immobilier. Cela pourrait se révéler très couteux pour le contribuable.

Les autorités commencent tout juste à prendre conscience du risque sur la stabilité financière

Pour la première fois, le 3 décembre dernier, le Financial Stability Oversight Council a mis en avant le risque potentiel que représentent les non banques sur la stabilité financière. Le rapport recommande la poursuite d'une forte coordination entre les institutions fédérales et étatiques pour collecter et partager les données sur le secteur afin d'identifier les risques et renforcer sa supervision.

Conclusion :

Les établissements non bancaires sont aujourd'hui au cœur du financement du marché de l'immobilier américain et occupent une place considérable dans les prêts accordés aux ménages les plus fragiles. Or, ces organismes sont moins bien régulés que les banques et disposent de peu de ressources pour faire face à un retournement du marché de l'immobilier, un ralentissement marqué, voire une récession, ou une nette remontée des taux d'intérêt. Leur forte dépendance au financement de court terme les rend particulièrement vulnérables, notamment dans leur activité de service des prêts titrisés et garantis par Ginnie Mae. Le risque est qu'en cas d'une nette hausse des taux de défaut ou des taux d'intérêt, de nombreux établissements se trouvent fragilisés par le retrait des lignes de crédit accordés par les banques, au moment même où ces derniers en auraient le plus besoin. Des faillites massives de non banques constituent un risque pour la stabilité financière compte tenu de leur poids prédominant dans le financement du marché de l'immobilier. Les autorités commencent à prendre conscience des risques encourus et appellent les régulateurs fédéraux et étatiques à coopérer afin de recueillir et partager davantage de données sur le secteur pour mieux appréhender les risques et renforcer leur supervision. Beaucoup reste à faire en la matière.

Achévé de rédiger le 10 janvier 2020

Avertissement

Ce document est destiné à des clients professionnels, au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans l'autorisation préalable et écrite de Ostrum Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Ostrum Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables.

Ostrum Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Ostrum Asset Management.

Ostrum Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers. Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Les références à un classement, un prix ou à une notation d'un OPCVM/FIA ne préjugent pas des résultats futurs de ce dernier. Les perspectives mentionnées sont susceptibles d'évolution et ne constituent pas un engagement ou une garantie.

Dans le cadre de sa politique de responsabilité sociétale et conformément aux conventions signées par la France, Ostrum Asset Management exclut des fonds qu'elle gère directement toute entreprise impliquée dans la fabrication, le commerce et le stockage de mines anti-personnel et de bombes à sous munitions.

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

En France : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg et en Belgique : Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.



www.ostrum.com

Ostrum Asset Management

43, avenue Pierre Mendès-France – 75013 Paris – Tél. +33 1 58 19 09 80

Société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP-18000014 du 7 août 2018

Société anonyme au capital de 27 772 359 euros - 525 192 753 RCS Paris - TVA : FR 93 525 192 753

Siège social : 43, avenue Pierre Mendès-France - 75013 Paris - www.ostrum.com