

L'endettement des ménages ou l'illusion de la solvabilité

Si la richesse financière des ménages américains a fortement augmenté, elle n'est qu'une mesure imparfaite du degré de solvabilité et masque des déséquilibres latents en termes de répartition de la dette et de liquidité de leur actif.

Evariste Lefeuve
Économiste
CDC-Marché

■ Au regard de la croissance de la richesse nette des ménages américains, des taux de défaillances ou ceux des faillites personnelles, l'endettement des ménages apparaît soutenable. Toutefois, les mécanismes à la base de leur endettement sont déstabilisateurs : les emprunts hypothécaires financent de plus en plus de dépenses courantes, alors que les crédits à la consommation augmentent fortement dans les tranches de revenus les plus basses, mettant en danger leur solvabilité future.

Les facteurs à l'origine de cette situation ne sont pas uniquement à rechercher du côté de la politique monétaire, mais sont également imputables à la structure de la fiscalité : différences de régimes fiscaux entre intérêts de la dette sur emprunts hypothécaires et sur crédits à la consommation ; mode de taxation des plus-values en capital (en présence de plus-values latentes, mieux vaut-il contracter un emprunt adossé à ce collatéral plutôt que de les réaliser et être imposé sur le montant ainsi dégagé). Enfin, l'actuelle législation sur les faillites personnelles n'est pas de nature à accroître la vigilance des débiteurs.

L'encours des prêts hypothécaires en forte augmentation

L'argument selon lequel la richesse nette des ménages couvre plus de six fois l'encours de dette n'exclut pas l'existence de risques qui pèsent sur la

solvabilité des ménages américains. Des deux catégories principales d'emprunts que sont les prêts hypothécaires et à la consommation, c'est essentiellement l'encours des premiers qui a fortement augmenté au cours des dernières années. Outre le dynamisme du secteur immobilier (le taux d'accès à la propriété de la génération du baby-boom atteint son maximum pour la tranche d'âge des 65 ans), la hausse de l'encours de dette hypothécaire sur les années récentes s'explique aussi par la baisse drastique des taux d'intérêt à long terme entre 1997 et 1998. Sur cette période, l'indice de refinancement de la Mortgage Bankers Association affiche en effet un rebond spectaculaire. Les ménages américains ont donc, pour des raisons à la fois démographiques et financières, augmenté le parc immobilier auquel est adossé l'encours de dette hypothécaire. Mais les prêts hypothécaires ne financent pas que des achats d'actifs immobiliers, ils soutiennent également la consommation des ménages.

Les home equity loans

La seule approche agrégée des emprunts hypothécaires est insuffisante du fait du développement rapide des *home equity loans* ou prêts sur capital immobilier, à classer comme sous catégorie des emprunts hypothécaires.

Le mécanisme est le suivant : l'actif net immobilier, c'est-à-dire la diffé-

rence entre la valeur de marché de l'actif immobilier et le montant du prêt hypothécaire restant à rembourser. Sur cette base, le propriétaire peut obtenir un crédit servant à financer tout type de dépense. L'intérêt de ces prêts est qu'ils s'apparentent à des prêts hypothécaires et sont donc fiscalement plus avantageux que les prêts à la consommation classiques, dont les intérêts ne sont plus déductibles de l'impôt sur le

«Les emprunts hypothécaires financent de plus en plus de dépenses courantes, alors que les crédits à la consommation augmentent fortement dans les tranches de revenus les plus basses.»

revenu depuis le *Tax Reform Act* de 1986. Par ailleurs, ces prêts bénéficient généralement d'un niveau de taux d'intérêt plus faible que celui des crédits à la consommation classiques (en particulier ceux sur cartes de crédit). Plus que de compléter ces derniers, les *home equity loans* tendent donc plus à s'imposer comme de véritables substituts. D'après la dernière *Survey of Consumer Finances*, l'usage de lignes de *home equity loans* s'est accru entre 1995 et 1998 (5,1 % des familles in-

terrogées contre 7 % aujourd'hui ; 63,7 % en font usage actuellement contre 56 % en 1995). Le risque du développement de ce type d'emprunts est que la hausse de la valeur du patrimoine immobilier pousse les agents à s'endetter davantage à des fins de consommation et non d'investissement résidentiel.

Crédit à la consommation : le poids de la dette est très contrasté

Composante plus cyclique du passif des ménages, l'encours de crédit à la consommation a fortement augmenté au cours des trimestres qui ont suivi la reprise de 1991. De 1992 à 1995, la part du crédit à la consommation dans le revenu des ménages est passée de 16 à 20,5 % pour se stabiliser ensuite à ce niveau. La croissance des crédits sur capital immobilier en fin de période doit être reliée à cette stagnation. Abstraction faite de ces derniers, le ratio de l'encours de crédits à la consommation rapporté au revenu disponible brut est à un niveau inférieur à celui qui prévalait dans les années qui ont précédé la

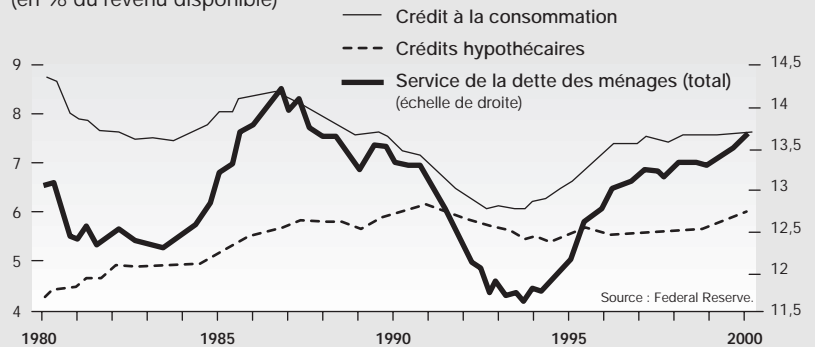
«L'argument selon lequel la richesse nette des ménages couvre plus de six fois l'encours de dette n'exclut pas l'existence de risques qui pèsent sur la solvabilité des ménages américains».

récession de 1990-1991, suggérant là encore l'apparente solvabilité des ménages américains. Toutefois, il existe un contraste saisissant entre les taux de défaut sur emprunts hypothécaires et ceux afférant aux cartes de crédit. Si les premiers sont orientés à la baisse, les seconds sont stables, à un niveau élevé. Cette caractéristique reflète la stratégie plus agressive des fournisseurs de cartes de crédit adoptée à l'encontre des ménages, en particulier les moins solvables.

Focus sur la dette des ménages aux États-Unis

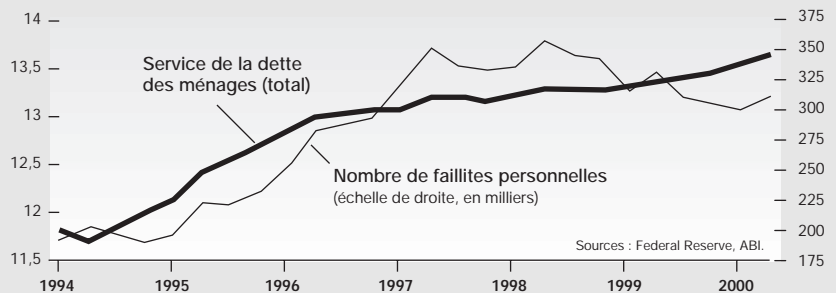
Service de la dette des ménages américains

(en % du revenu disponible)



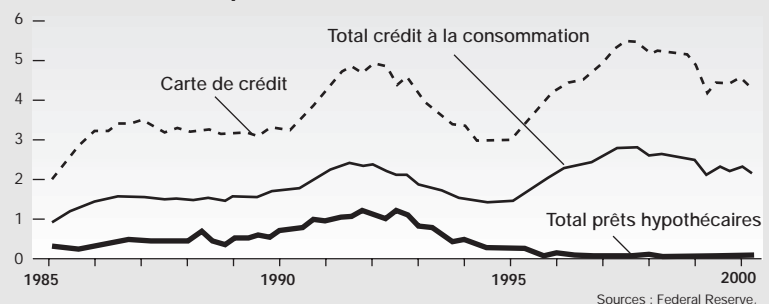
▲ Depuis 1995, l'encours de dette des ménages a fortement augmenté à un rythme bien supérieur à celui du revenu disponible brut. Au deuxième trimestre 2000, l'endettement total des ménages atteignait 96,4 % du revenu disponible. Le service de la dette n'a quant à lui, pas suivi d'évolution aussi prononcée et s'est accru de 11,5 % fin 1993 à 13,2 % en 1997, pour atteindre 13,7 % aujourd'hui.

Service de la dette et faillite des ménages américains



▲ La baisse des taux d'intérêt à long terme en 1997/1998 et les stratégies de refinancement des emprunts hypothécaires opérées par les ménages sur cette période, expliquent pour une large part ce phénomène. A priori donc, les ménages américains ne montrent pas de vulnérabilité financière excessive. Et si les conclusions de la dernière enquête «Survey of Consumer Finance» de 1998 diffèrent légèrement des estimations de la Réserve Fédérale (le ratio des paiements d'intérêts rapportés au revenu disponible est estimé à 14,5 % en 1998, soit une hausse notable par rapport aux niveaux de 1992 et 1995 qui s'établissent respectivement à 14,1 et 13,6 %), le message reste le même : «les niveaux des ratios sont toujours bien en deça de ceux considérés comme reflétant une situation de véritable difficulté financière».

Taux de crédits provisionnés



▲ L'évolution des taux de défaillance sur les crédits à la consommation reste stable, voire en baisse marginale depuis 1995. Et après avoir fortement augmenté entre 1995 et 1997, les faillites personnelles s'affichent en net repli. Enfin, sur la dernière décennie, la richesse nette (qui comprend les actifs tangibles et financiers auxquels on soustrait les engagements) des ménages américains n'a cessé de croître. Elle est passée de 490 % de leur revenu disponible en 1988 à 595 % en 1998. Le levier des ménages, approché par le ratio de la dette rapportée à l'actif total, a également diminué. L'amélioration du ratio dette/actif couplée à la relative stabilité de la charge d'intérêt de la dette suggère que la position financière des ménages américains reste soutenable.

Il existe de fortes disparités entre familles en fonction de la tranche de revenu à laquelle elles appartiennent. Calculé sur l'ensemble des ménages, le poids de la dette, bien qu'en hausse de 13,6 à 14,5 % entre 1995 et 1998 apparaît soutenable, mais évalué à l'aune des seules familles endettées, il offre une image plus contrastée. Stable aux alentours de 16 % entre 1989 et 1995 (en termes médians), il atteint aujourd'hui 17,6 % – avec une hausse particulièrement forte pour les ménages situés dans la tranche de revenus annuels inférieurs à 10 000 dollars. Le tiers des familles dont le revenu est inférieur à ce montant affichent un taux de paiements d'intérêts rapportés au revenu disponible supérieur à 40 % (la part des ménages concernés par des retards de paiements est passée de 8,4 à 15,1 % entre 1995 et 1998). Pour l'ensemble des ménages américains, ce taux atteint 12,7 %, soit une hausse de plus de deux points de pourcentage par rapport à 1995 (10,5 %). D'une manière générale, il est en augmentation rapide pour les ménages dont le revenu annuel est inférieur à 50 000 dollars (tableau 1).

La majorité républicaine du Congrès a récemment tenté d'amender la loi sur les faillites personnelles (chapitres 7 et 13 en particulier) afin d'en éviter son recours, jugé trop systématique. Il existe en effet une sorte d'aléa moral qui incite les consommateurs à faire un usage immodéré des lignes de crédit qui leur sont proposées. Le projet de loi, qui rend plus difficile le recours à la faillite pour les personnes gagnant plus que le revenu médian a cependant une portée limitée dans la mesure où les bas salaires ne seront pas incités à plus de prudence. Même s'il exige plus de transparence de la part des fournisseurs de cartes de crédit, ce projet ne sera vraisemblablement pas adopté par le 106^e Congrès, après le veto mis par le Président Clinton.

L'actif est peu liquide

L'argument selon lequel l'endettement doit être mesuré à l'aune de la richesse totale et non du seul revenu courant d'activité est fallacieux à plusieurs égards. Certes, la part des titres financiers à l'actif des ménages a fortement augmenté au cours de la décennie 1990, passant de 30,4 % du total en 1989 à

Tableau 1 : Proportion (en %) de ménages dont la charge d'intérêt de la dette dépasse 40 % du revenu annuel

| Revenu (milliers de dollars 1998) | 1989 | 1992 | 1995 | 1998 |
|-----------------------------------|------|------|------|------|
| Ensemble des familles | 10,1 | 10,9 | 10,5 | 12,7 |
| < 10 000 | 28,5 | 28,4 | 27,6 | 32 |
| 10 000/24 999 | 15 | 15,5 | 17,3 | 19,9 |
| 25 000/49 999 | 9,1 | 9,6 | 8 | 13,8 |
| 50 000/99 999 | 4,9 | 4,4 | 4,2 | 5,7 |
| >100 000 | 1,8 | 2,2 | 1,7 | 2,1 |

Source : Survey of Consumer Finances (T.14).

Tableau 2 : Parts des différents types d'actifs dans l'actif financier total des ménages américains (%)

| | 1989 | 1992 | 1995 | 1998 |
|----------------------------|------|------|------|------|
| Comptes courants | 19,1 | 17,5 | 14 | 11,4 |
| Obligations | 10,2 | 8,4 | 6,3 | 4,3 |
| Actions | 15 | 16,5 | 15,7 | 22,7 |
| Fonds mutuels de placement | 5,3 | 7,7 | 12,7 | 12,5 |
| Fonds de retraite | 21,5 | 25,5 | 27,9 | 27,5 |
| Assurance vie | 6 | 6 | 7,2 | 6,4 |

Source : Survey of Consumer Finances (T.4).

40,6 % en 1998. Celle des actions détenues directement ou indirectement est à l'origine de ce phénomène : les parts relatives des actions, parts d'Opcvm et de fonds de retraites sont celles qui ont le plus augmenté (62,7 % du total des actifs financiers en 1998 contre 49,7 % en 1992) (tableau 2). Mais il existe plusieurs

«Le patrimoine immobilier reste l'actif de référence pour de nombreux ménages.»

raisons de ne pas accorder à la richesse des ménages les vertus qu'on lui prête en matière de couverture de la dette. La première repose sur la liquidité de l'actif. En effet, malgré sa baisse dans l'actif total (33 % en 1998 contre 38 % en 1989, avec de grandes disparités tout au long de l'échelle des revenus) le patrimoine immobilier reste l'actif de référence pour de nombreux ménages. Plus que tout autre, cet actif ne peut être liquidé rapidement en cas d'insuffisance du revenu courant pour faire face aux paiements d'intérêt. Par ailleurs, même les actifs financiers montrent des divergences certaines dans leurs degrés de liquidité.

Ainsi en va-t-il des placements dans les fonds de retraites qui ne peuvent être liquidés sans encourir une pénalité élevée.

La seconde raison fait référence à l'effet de composition. Ce qui est vrai pour un ménage ne l'est pas nécessairement pour les ménages pris dans leur ensemble. Si la charge de la dette d'un ménage pèse trop par rapport à son revenu courant, ce dernier peut réaliser certaines plus-values latentes pour faire face à ses intérêts. Si en revanche le nombre de familles dans cette situation augmente, les cours boursiers risquent de pâtir de cet excès d'ordres de vente et les plus-values latentes fondre rapidement.

En outre, telles que rapportées par la *Survey of Consumer Finances*, les plus-values latentes ne sont pas uniformément distribuées. En forte hausse sur les trois dernières années pour une majorité des familles, elles stagnent ou régressent légèrement pour les ménages des tranches de revenus les plus faibles, qui sont eux-mêmes les plus exposés au risque de défaut. C'est en effet sur les hauts salaires que la hausse des plus-values potentielles est la plus perceptible (part plus grande des actions dans leur actif). Enfin, en termes médians, malgré une hausse significative entre 1995 et 1998 (10,8 milliards de dollars contre 6,3), les plus-values potentielles restent inférieures à celles de 1989. ●