

Le Bulletin Perspectives

→ Immobilier, construction et croissance aux Etats-Unis

Sommaire

- Construction et emploi . . . P. 1
- Une perception qui change . P. 2
- La résidence principale . . . P. 3
- L'investissement : l'immobilier
retrouve son attrait P. 3
- Les effets indirects sur
l'ensemble de l'économie . . P. 3
- Des implications positives
pour les collectivités locales. P. 3
- L'enjeu de l'immobilier
dépasse largement le
secteur de la construction . . P. 3
- Vers un effet de seuil pour
l'économie américaine P. 4

Le chiffre du mois

+11%

Au mois de juillet, les transactions immobilières sont en hausse de 11% sur un an aux Etats-Unis. Cette reprise montre que le redressement récent des prix correspond à un assainissement réel du marché immobilier après la forte correction qui a suivi plusieurs années de spéculation.



Pierre Ciret
Economiste
Edmond de Rothschild
Asset Management

Après la phase de spéculation immobilière et la crise sévère qui l'a suivie, l'analyse dominante des perspectives du secteur est des plus prudentes, marquée par la leçon de la période 2007-2009.

La thèse la plus répandue est que, après une stabilisation attendue en 2012, une reprise pourrait se manifester l'an prochain. A l'appui de cette analyse, les économistes relèvent qu'en termes relatifs la construction résidentielle représente aujourd'hui un très modeste pourcentage de l'activité générale. En termes nominaux, l'investissement résidentiel est à son niveau de mi-1998 (373 milliards de dollars pour le deuxième trimestre 2012). Rapportée au PIB, sa part représente 2,4% alors que, au sommet du cycle, elle était supérieure à 6%. Aux yeux d'une majorité d'observateurs, la conclusion logique est donc qu'une accélération, même sensible, des dépenses de construction n'aurait qu'un effet limité sur le cycle économique.

CONSTRUCTION ET EMPLOI

Les conséquences en termes d'emploi ne sont pas prises en compte dans l'analyse habituelle des effets de la reprise de la construction. Entre le plus haut et le plus bas du cycle passé, 2,2 millions d'emplois ont été supprimés dans le secteur de la construction. En fait, le chiffre est supérieur si l'on inclut les secteurs et services annexes. Selon les dernières statistiques de l'emploi, les effectifs du secteur sont inchangés

depuis 2009. Les emplois de ce secteur ne sont pas de ceux qui s'automatisent aisément et tout accroissement de l'activité amènera les constructeurs à recruter. Un effet boule de neige ne manquera pas de se faire sentir dans les autres secteurs liés, générant d'autres recrutements.

S'il est difficile d'évaluer ce que peut être la contribution de la construction résidentielle à la croissance d'ensemble dans les trimestres à venir, la réalité est qu'elle est déjà présente. Exprimée en points de croissance du PIB, la contribution de la construction était de 0,42 point au premier trimestre (après 0,25 au précédent trimestre) pour un chiffre global de 1,5% (variation trimestrielle annualisée). Sans anticiper un retour à l'équivalent du haut de cycle précédent, quelques remarques de fond sont utiles. La première est que la contribution totale de la construction à la croissance dépasse sa mesure statistique entendue au sens strict. Les ramifications sont multiples et elles concernent les fournisseurs (bois, ciment, matériel de chantier, équipements), les sous-traitants, les activités de services (juridiques et financiers). L'effet d'entraînement à l'égard de l'économie en général est considérable.

Il existe actuellement un écart important entre les besoins de logements de la population et le rythme actuel de la construction de maisons. Au cours de la décennie 1992-2002, la moyenne des mises en chantier a été supérieure à 1 200 000 logements en termes annualisés. Actuellement, le chiffre équivalent est inférieur à 550 000 (toutes catégories confondues). Après un excès au cours de la période de spéculation (le rythme annuel de 1,8 million a été dépassé pendant quelques mois

Ce document est émis par :

**EDMOND DE ROTHSCHILD
ASSET MANAGEMENT**

47, rue du Faubourg Saint-Honoré
75401 Paris Cedex 08
Société par actions simplifiée.
Numéro d'agrément AMF GP 04000015
332.652.536 R.C.S. Paris

www.edram.fr



**EDMOND DE ROTHSCHILD
ASSET MANAGEMENT**

en 2006), beaucoup trop peu de logements ont été construits aux Etats-Unis depuis 2009 alors que la situation démographique, déterminant ultime de la demande future, évolue rapidement. Non seulement, la population américaine continue à croître mais, après une chute historique au moment de la crise financière, la formation des foyers a repris et retrouve le rythme de un million de foyers par an.

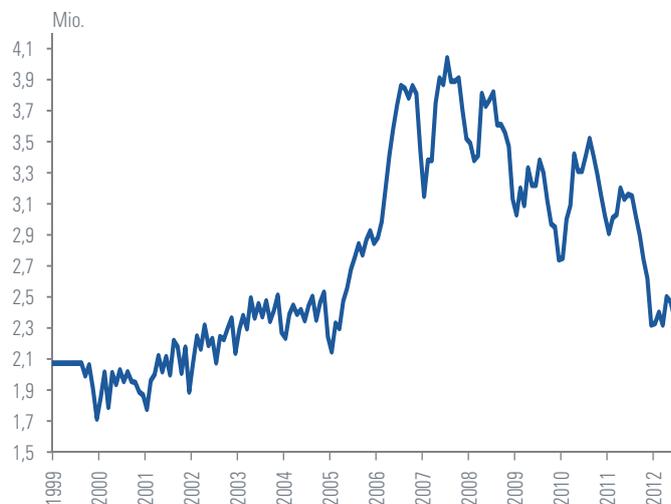
► MISES EN CHANTIER



Sources : Bureau du Recensement US / Bloomberg

L'amélioration du rapport offre / demande s'affirme mais l'offre exerce toujours une pression sur les prix compte tenu des stocks de logements disponibles. L'évaluation de ces stocks est un sujet de controverse : une baisse régulière les a ramenés à 2,4 millions (à comparer à 4 millions au plus haut de 2007), leur niveau de 2004, malgré la poursuite des saisies. En marge de ces chiffres, les banques détiennent de nombreux biens saisis mais qui ne sont pas encore offerts sur le marché. Bien que le niveau des saisies ne régresse que lentement, ces aspects purement statistiques ne sont pas nécessairement les plus pertinents si la dynamique de la demande se maintient.

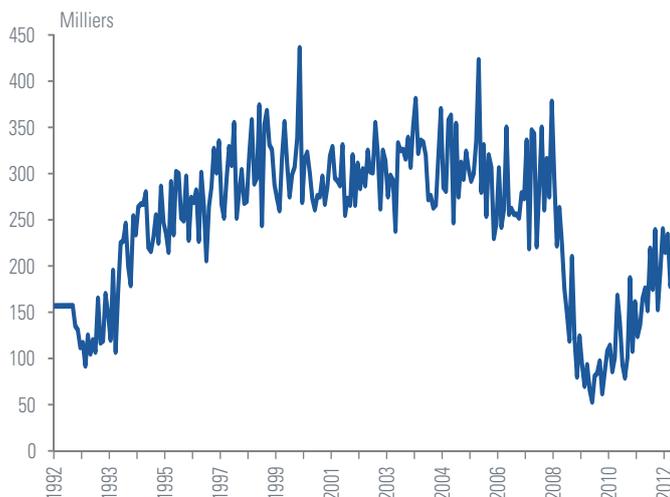
► STOCK DE MAISONS EXISTANTES



Sources : National Association of Realtors / Bloomberg

Le secteur des appartements montre déjà des signes de net redressement et la construction s'est accélérée depuis quelques mois. Par rapport à la moyenne de 2010, les mises en chantier ont doublé et retrouvent des niveaux équivalents aux deux-tiers de ceux de la période 2006-2007. Les donneurs d'ordre sont des bailleurs, souvent des sociétés se finançant sur le marché des capitaux (REITs par exemple), et la hausse des loyers est une incitation à investir. Du point de vue macro-économique toutefois, le secteur représente peu au regard de la construction en général.

► MISES EN CHANTIER (IMMEUBLES COLLECTIFS)



Sources : Bureau du Recensement US / Bloomberg

Au-delà de la construction, l'immobilier conditionne de manière directe et indirecte les comportements des consommateurs. L'évolution de la valeur de leur patrimoine influence les décisions des ménages et le rapport entre sa valeur et celle des dettes les affecte également. Dans un quart des cas, la valeur du bien est inférieure à la dette des emprunteurs hypothécaires.

UNE PERCEPTION QUI CHANGE

Sommes-nous à la veille d'un effet de seuil où ce qui n'est une tendance naissante connaît une accélération qui la transforme en tendance majeure ? La réponse comporte un aspect psychologique important, typique des phénomènes de comportement collectif. En dépit de nombreuses incertitudes, les enquêtes auprès des acheteurs potentiels reflètent une évolution vers une perception nettement plus positive de l'investissement immobilier. L'accélération des transactions sur les logements existants montre qu'il ne s'agit pas seulement d'une perception mais d'un état d'esprit qui conduit à des décisions concrètes.

L'immobilier neuf ou existant a rarement été aussi accessible qu'aujourd'hui du fait du niveau des prix et de celui des taux d'intérêt. Cette condition est nécessaire mais elle n'est pas suffisante. Outre le degré de confiance en général, une condition requise est la conviction dominante chez les ménages que l'achat d'un logement n'expose plus à une perte probable en capital. Longtemps méfiants à cause du contexte de crise ou de leur propre expérience, les acheteurs potentiels peuvent constater la stabilisation des prix et ils sont plus ouverts à l'idée d'une acquisition, qu'il s'agisse de leur résidence principale ou à titre d'investissement.

INDICE DES PRIX DU FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY (HPI)



Sources : HPI / Bloomberg

LA RÉSIDENCE PRINCIPALE

C'est le cœur du marché. Beaucoup de ménages ont eu à souffrir de la crise, notamment ceux qui ont acheté à des niveaux élevés et ont vu leur bien se déprécier alors que leur dette s'alourdissait en termes relatifs ; beaucoup ont fait faillite, provoquant saisies et ventes. La question des loyers domine celle de la résidence principale et l'avantage relatif de la propriété par rapport à la location s'affirme de mois en mois. Le sentiment que les prix changent de direction peut accélérer les prises de décision pour mettre à profit les niveaux actuels de prix plutôt qu'attendre, et subir, une hausse possible.

L'INVESTISSEMENT : L'IMMOBILIER RETROUVE SON ATTRAIT

La même constatation amène des investisseurs à considérer à nouveau l'achat d'un bien immobilier comme placement. La baisse des prix a attiré depuis plusieurs trimestres des acheteurs séduits par des cessions à des prix très déprimés (25% des transactions) lorsqu'il s'agit de ventes forcées par le propriétaire ou la banque devenue propriétaire après saisie. Outre que la rentabilité est élevée, la tendance des loyers va la faire croître. Il s'ajoute à cet aspect touchant le revenu une plus grande conviction sur les perspectives de gain en capital. Pour l'investisseur individuel, les solutions alternatives à l'immobilier n'offrent qu'une rentabilité très faible (voire négative en termes réels).

LES EFFETS INDIRECTS SUR L'ENSEMBLE DE L'ÉCONOMIE

Les effets d'entraînement sont multiples sur le patrimoine des ménages, sur la perception de leur situation financière, la confiance et la consommation. Ici encore, la situation de l'immobilier dépasse largement le cadre étroit de la construction. Même si on admet que le cycle immobilier sera par nécessité beaucoup moins marqué que le précédent, il n'en reste pas moins vrai que le retour de la construction à ses moyennes historiques, relativement aux autres activités, devrait conduire à une croissance plus soutenue de l'économie américaine, inférieure de 50% aux niveaux historiques moyens.

DES IMPLICATIONS POSITIVES POUR LES COLLECTIVITÉS LOCALES

La crise immobilière a profondément affecté les collectivités locales américaines (états, comtés, villes) dont les recettes fiscales sont en partie assises sur les taxes immobilières (taxes d'habitation, taxes sur les transactions). Cette baisse de leurs ressources a contraint les collectivités à mener des politiques restrictives qui ont affecté l'emploi public et les dépenses en général.

La perspective de voir cette source spécifique de recettes se redresser pourrait réduire la pression sur les collectivités locales. Les effets négatifs constatés depuis de nombreux trimestres sur la croissance (et sur l'emploi) pourraient également s'atténuer, sinon disparaître.

L'ENJEU DE L'IMMOBILIER DÉPASSE LARGEMENT LE SECTEUR DE LA CONSTRUCTION

Le caractère décevant de la reprise américaine a été souvent constaté mais il doit beaucoup à des éléments transitoires, en particulier l'absence de vigueur de la reprise immobilière. Celle-ci a des origines qui sont temporaires dans leur nature et le moment approche où le fonctionnement du marché va revenir à la normale. Liées à l'assainissement de l'offre et de la demande et à la démographie, les données fondamentales vont reprendre leur place habituelle. En d'autres termes, les perspectives de l'immobilier ne sont pas définitivement compromises aux Etats-Unis.

La situation des banques est en voie d'amélioration rapide sur le plan de leurs pertes dans le secteur immobilier. Leur situation est très hétérogène mais beaucoup de banques sont proches de pouvoir mettre un terme aux pertes héritées de la spéculation des années 2005-2007. La hausse graduelle des prix conforte la situation des bilans et la nécessité de développer les activités traditionnelles de prêt amèneront les banques à assouplir leur attitude en matière hypothécaire comme elles l'ont fait sur d'autres aspects de leur activité (cartes de crédit, crédit auto). Pour le moment, les enquêtes de la Réserve fédérale montrent des exigences supérieures à la moyenne historique (part d'apport personnel, ressources de l'emprunteur). Pour les banques commerciales, l'incertitude demeure sur le cadre réglementaire et l'application de la loi Dodd-Frank (2010) dépendra du résultat des élections de novembre. Ces questions alimentent une certaine réserve en matière de distribution du crédit (volumes et conditions) mais toutes les banques ne sont pas dans cette situation. Dans de nombreux cas et tout en ayant tiré les leçons des excès du cycle passé, les banques accroissent leurs portefeuilles de prêts hypothécaires.

Les mesures prises par le gouvernement (programme HARP depuis 2009) ont accompagné la renégociation des conditions des emprunts, un moyen d'alléger les charges des emprunteurs et le risque pour les prêteurs. La hausse de 28% des volumes de prêts d'une année sur l'autre (au deuxième trimestre) est due aux trois quarts à celles des renégociations. Une fois cette vague de renégociations passées, il faudra que la demande conventionnelle de prêts prenne le relais.

Il reste l'attitude des agences fédérales spécialisées dans la garantie et le refinancement des prêts hypothécaires (Fannie Mae

et Freddie Mac). Leur poids dans le financement du logement est de l'ordre de 80%. Mises sous la tutelle du Trésor depuis le mois de septembre 2008 en contrepartie de l'aide publique qui leur a été consentie, elles ont observé depuis une prudence certaine compte tenu des risques encore présents sur le marché, montrant plus d'exigences qu'autrefois sur leurs normes de crédit. D'autre part, sous la pression de leur régulateur, elles contraignent les banques leur ayant cédé des crédits finalement douteux à les reprendre. Ce faisant, elles allègent leurs bilans et leurs pertes mais l'ajustement pèse sur les banques. Une amélioration plus nette du marché de l'immobilier ne manquerait pas d'avoir des conséquences positives sur les risques qu'elles portent dans leurs bilans et donc sur leur volonté de distribuer plus de crédits. Au-delà de la réforme de ces organismes, le crédit sera à l'échelle du système d'autant plus disponible que le risque immobilier, reflétant l'amélioration du marché, apparaîtra sous un jour différent.

L'offre de crédit va continuer à évoluer mais la question de fond est celle de la demande. Jusqu'à récemment, les emprunteurs potentiels montraient une aversion au risque et ne cherchaient pas de financements. Malgré l'érosion que la confiance des ménages a connue récemment, leur comportement sur le plan des achats immobiliers n'a pas été affecté alors que, paradoxalement, les achats courants ont subi un contrecoup. La contradiction n'est sans doute qu'apparente : les besoins de logement sont réels, les taux hypothécaires sont à des niveaux très bas (3,8% pour un emprunt à 30 ans) et le sentiment que le marché est à un point d'inflexion semble pousser les ménages, à une échelle encore modeste, à sortir de leur réserve. Les conditions du marché de l'emploi sont souvent décrites comme décevantes mais, même ralentie, la croissance de l'emploi se poursuit.

VERS UN EFFET DE SEUIL POUR L'ÉCONOMIE AMÉRICAINE ?

Une évolution est clairement en cours et elle peut entraîner une accélération du mouvement actuel d'amélioration, encore très modéré. Une telle évolution dépend de facteurs multiples mais elle

est en fait centrée sur la perception chez les acheteurs potentiels d'un redressement avéré du marché (prix, transactions sur l'ancien, ventes en neuf), d'une véritable évolution du rapport offre / demande (stocks de logements saisis détenus par les banques) et d'une multiplication des signes sur le terrain.

Le scepticisme est bien ancré : la sortie d'une crise immobilière est toujours controversée car, initialement, le phénomène est par nature ambigu. C'est d'autant plus vrai que la reprise se manifeste de manière très inégale entre les différentes zones d'un territoire, mais la direction des prix est désormais à la hausse dans beaucoup de régions. Tout en mesurant des segments différents du marché résidentiel, les différents indices (HPI, Case/Shiller, CoreLogic) reflètent la même tendance. C'est particulièrement vrai des indices de prix excluant les ventes sur saisie.

La situation américaine correspond précisément à cette phase. La question est celle de la robustesse de la reprise et de la diffusion à l'économie en général. Bien que chaque cas soit unique, l'expérience passée est celle d'une diffusion plus rapide que celle qui était attendue. Le souvenir d'une crise conduit toujours à privilégier les éléments négatifs et il fausse souvent la perception de la réalité dans la phase initiale. Cette année est généralement attendue comme l'année de la stabilisation mais les mises en chantier sont déjà en hausse de 21,5% (à fin juillet sur un an).

De manière parallèle, l'effet d'entraînement sur l'économie risque d'être sous-estimé car le cadre de l'analyse est souvent trop restreint. La correction immobilière a atteint son terme en 2009-2010. Après une bulle spéculative de proportions extrêmes, la période de convalescence est par nécessité d'une longueur inaccoutumée. Pour autant, s'il est lent au départ, le redressement de l'immobilier peut réintroduire une boucle d'interaction positive entre prix des actifs, risque financier et activité économique, les trois pôles dont le jeu négatif a dominé les quatre dernières années.

Achévé de rédiger le 14/09/2012.

Document non contractuel émis par Edmond de Rothschild Asset Management - 47, rue du Faubourg Saint-Honoré - 75401 Paris Cedex 08.
Ce document est exclusivement conçu à des fins d'information.

Avertissement : Les données chiffrées, commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent le sentiment de Edmond de Rothschild Asset Management sur les marchés, leur évolution, leur réglementation et leur fiscalité, compte tenu de son expertise, des analyses économiques et des informations possédées à ce jour. Ils ne sauraient toutefois constituer un quelconque engagement ou garantie de Edmond de Rothschild Asset Management. Tout investisseur potentiel doit se rapprocher de son prestataire ou conseiller, afin de se forger sa propre opinion sur les risques inhérents à chaque OPCVM et sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle. A cet effet, il devra prendre connaissance du document d'information clé pour l'investisseur (DICI) et/ou prospectus de chaque OPCVM remis avant toute souscription et disponible gratuitement sur simple demande au siège social de Edmond de Rothschild Asset Management ou sur le site www.edram.fr.