



## La hausse des taux freine l'immobilier et la croissance aux USA

**Les statistiques du secteur immobilier se dégradent avec la remontée des taux hypothécaires. La croissance est désormais mise en danger par le ralentissement du secteur immobilier.**

### Points clés

- 2/3 des économistes prévoient désormais une diminution du programme QE3 dès septembre
- La Fed prévoit toujours une accélération de la croissance économique au 2<sup>ème</sup> trimestre
- Taux hypothécaires à 30 ans au-delà de 4.6%
- Les demandes de refinancement ont chuté de -62% en 10 semaines et les nouvelles demandes de financement chutent de concert
- Les ventes de logements restent solides mais les mises en chantier sont en phase de consolidation
- Le secteur des REIT's a déjà chuté de -20%
- L'économie américaine reste très dépendante de la santé du secteur immobilier
- Les risques sur la croissance du PIB nous semblent très sous-estimés par la Fed

### La Fed a-t-elle réellement bien mesuré les conséquences de sa communication et l'inflexibilité de sa position ?

Depuis le mois de mai, les marchés financiers focalisent leur attention sur la question désormais devenue centrale de la pérennité du QE3 et de la programmation de la date de son interruption.

Le compte-à-rebours a commencé et la majorité des analystes semble convaincue que le président de la banque centrale américaine annoncera clairement le début de son programme de réduction du QE3 lors de la prochaine réunion de la Réserve fédérale en septembre.

Pourtant, à la lecture des dernières « minutes » de la réunion du FOMC de juillet, si une majorité des membres de la commission semblait effectivement « confortable » avec l'objectif de Ben Bernanke de réduire son programme d'achat d'obligations cette année, il faut tout de même souligner que cette

position était conditionnée à un renforcement de la conjoncture économique.

Plus précisément, il apparaît que presque tous les membres du comité s'entendaient pour dire qu'un changement de politique n'était pas encore approprié. Seule une minorité s'exprimait pour suggérer la nécessité d'agir prochainement.

Rien ne filtrait donc pour affirmer que la réduction du programme d'achat de titres de la Fed débiterait sans doute déjà en septembre.

Il apparaît également que les membres du comité restaient divisés sur les effets pervers d'une remontée des taux d'intérêt à long terme sur la trajectoire de l'économie américaine. Si certains montraient clairement leur préoccupation, d'autres restaient persuadés qu'une tension sur les taux n'aurait qu'un impact mineur sur le rythme de croissance du PIB. Ces derniers évoquaient aussi que la hausse des marchés actions et l'assouplissement des conditions et règles bancaires en matière de financement permettraient sans doute de compenser les effets restrictifs de la hausse des taux.

Selon les derniers sondages, près de deux tiers des économistes prévoient désormais une diminution des achats de titres de 85 à 75 milliards de dollars dès le mois de septembre.

Cet éventuel resserrement de politique monétaire semble donc maintenant de plus en plus escompté par les marchés financiers, ce qui pourrait encore conforter Ben Bernanke dans l'idée de maintenir son plan de réduction du QE3.

La confusion règne pourtant dans l'analyse de la situation réelle de l'économie américaine. Car pour l'heure, les membres du FOMC continuent de penser que l'économie américaine est effectivement sur la voie d'une accélération de sa croissance au second semestre et ultérieurement.

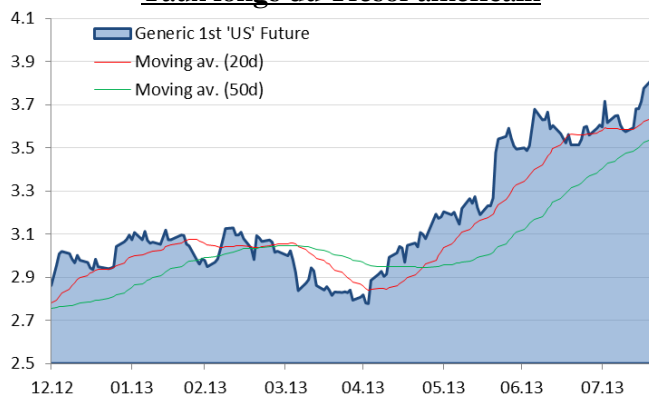
Les doutes semblent toutefois s’immiscer chez certains aux vues de la hausse des taux d’intérêt, des cours du pétrole et de la diminution des exportations.

Mais pour l’heure le message reste le même, les conditions semblent clairement selon nous indiquer une progression des risques d’une dégradation de la conjoncture, notamment de celle du secteur immobilier.

La publication hier des « minutes » de la réunion de la Fed de juillet n’a finalement pas modifié la perception des marchés, malgré la réaffirmation du maintien de sa politique accommodante aussi longtemps que les perspectives sur le marché du travail ne s’amélioreraient pas substantiellement. Une situation confirmée par les dernières statistiques en la matière, qui continuent de pointer vers une insuffisance de stimulation et de croissance de l’emploi.

**Les taux à long terme du Trésor américain ont ainsi encore progressé pour atteindre leur point le plus élevé depuis le début du mois de mai. Les taux longs se sont effectivement encore tendus et dépassent désormais 3.8%, une progression de 1% en moins de quatre mois.**

#### Taux longs du Trésor américain



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Difficile de comprendre comment les autorités monétaires des Etats-Unis peuvent encore, dans un contexte de rebond désormais très significatif des taux d’intérêt, espérer un renforcement de la conjoncture au second semestre et sous-estimer potentiellement les risques et conséquences négatives probables de cette remontée des taux tant sur le secteur immobilier que sur la confiance des ménages.

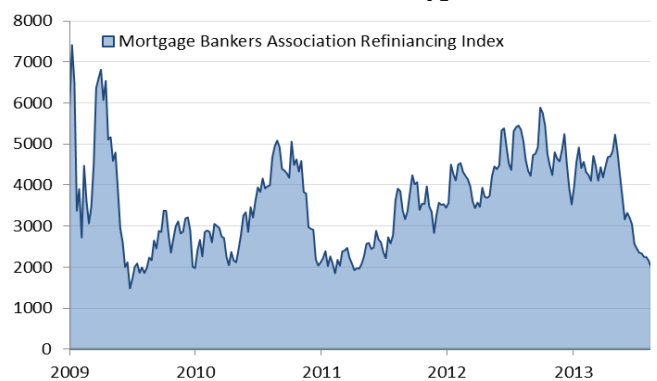
L’inflexibilité de la Fed ne se justifiera que par une réelle accélération de la croissance au second semestre, mais est-il désormais raisonnable, au vu des premières réactions du secteur immobilier, de maintenir une telle prévision ?

### **Le secteur immobilier devrait être affecté par la remontée des taux d’intérêt**

Au cours des dernières semaines, les statistiques du marché immobilier pointent très régulièrement vers une dégradation de la situation. Les demandes de prêts hypothécaires ont ainsi encore chuté de -4.6% la semaine passée et sont désormais au plus bas depuis plus de deux ans. L’indice publié par la MBA (Mortgage Bankers Association) montre effectivement une nette diminution des demandes de financement.

**L’indice mesurant l’évolution de l’activité de refinancement a même chuté une nouvelle fois de -7.7% pour la 10<sup>ème</sup> semaine consécutive. Il enregistre ainsi une chute depuis mai de 5229.7 à 1979.6, représentant une baisse de -62%.**

#### Demandes de refinancement hypothécaire MBA

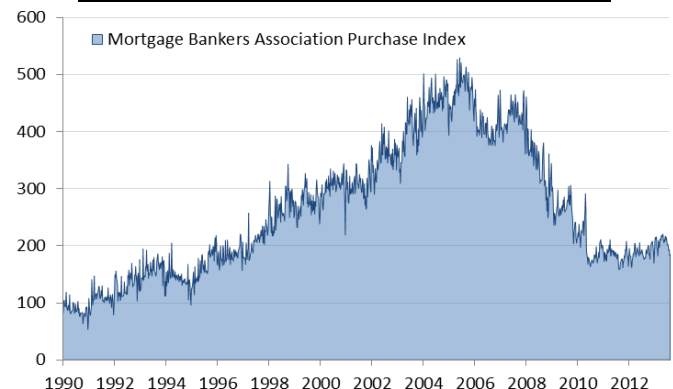


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Petite surprise positive, l’indicateur mesurant les nouvelles demandes d’acquisition a avancé de +1.2% après avoir touché un point bas sur six mois la semaine précédente.

Mais cet indice, qui reflétait une tendance haussière modérée depuis 2012, se retrouve désormais à nouveau en baisse sensible (184.9) depuis son sommet atteint en juin (220), ce qui ne témoigne pas d’une grande vigueur de la demande de nouveaux acheteurs.

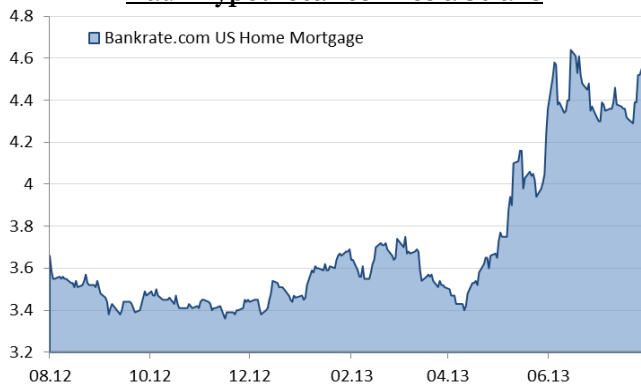
#### Nouvelles demandes de financement MBA



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**La progression des taux hypothécaires à 30 ans à 4.68% en moyenne ne motive plus les investisseurs à restructurer leur dette ou à s'engager à long terme dans de nouveaux investissements immobiliers.**

### Taux hypothécaires fixes à 30 ans

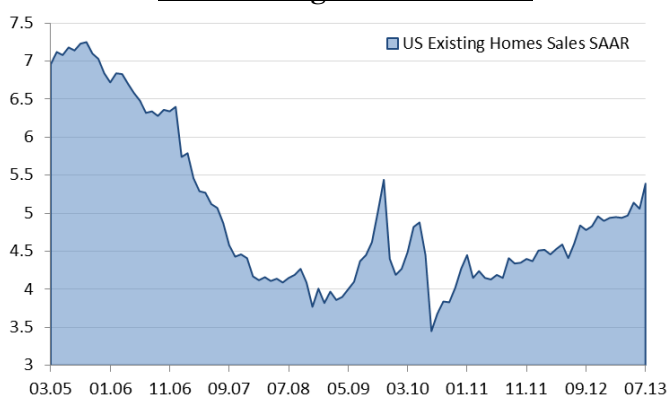


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Si du côté des ventes de logements existants, la tendance positive semblait se poursuivre, il faut relever tout d'abord l'effet de retard de cette statistique qui montre sans doute encore essentiellement la concrétisation de décisions d'investissement prises il y a déjà quelques mois avant la remontée des taux d'intérêt. L'anticipation d'une hausse des taux hypothécaires a sans doute aussi eu un effet temporaire sur la demande en concentrant des décisions d'achat avant que celle-ci ne se manifeste. Il ne faut donc pas tirer trop rapidement la conclusion que les relativement bonnes statistiques de ventes de logements existants indiquent que la hausse des taux n'a pas d'impact sur le processus décisionnel des investisseurs.

La Réserve fédérale sera peut-être malheureusement tentée d'attendre un peu plus d'éléments pour juger si la hausse des taux hypothécaires a un véritable effet sur la demande d'investissement. Mais l'indice des logements en attente de mise sur le marché (US Pending Home Sales) représentant les logements qui feront quelques mois plus tard partie de la statistiques des ventes de logements existants montre un premier fléchissement, bien qu'encore peu significatif à ce jour.

### Ventes de logements existants

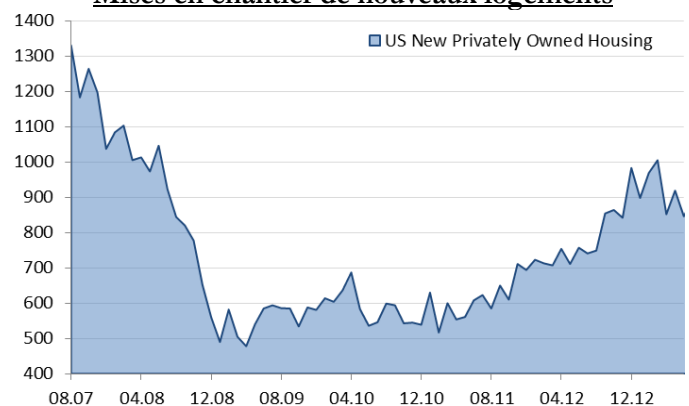


Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Le secteur de la construction continue donc de présenter une image relativement mixte et difficile à appréhender. La confiance des constructeurs semble toujours élevée, elle augmenterait effectivement encore août pour toucher son plus haut niveau depuis 2005. Ces derniers ne montrent donc pas encore d'inquiétude face à la remontée des taux hypothécaires et des risques de ralentissement de la demande.

**Mais pourtant, les mises en chantier de nouveaux logements, qui avaient régulièrement progressé depuis 2009 pour atteindre un pic en mars 2013 à 1'005'000 nouvelles unités, sont en déclin depuis quatre mois et s'établissent à moins de 900'000 unités en juillet.**

### Mises en chantier de nouveaux logements



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**Le secteur immobilier américain semble donc déjà montrer quelques signes d'affaiblissement après trois années de progression soutenue.**

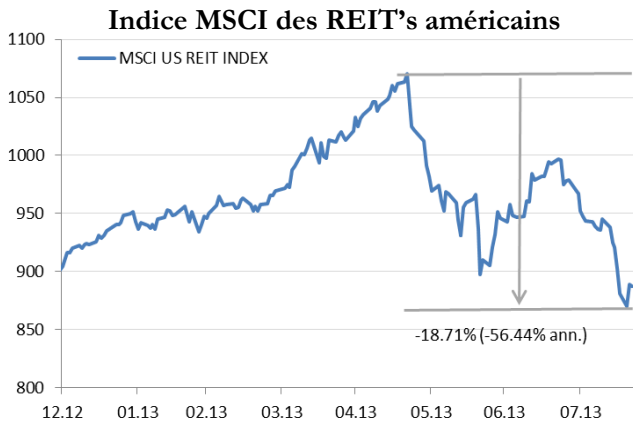
**Les effets d'une hausse temporaire des taux hypothécaires auraient pu être limités, mais le maintien à des niveaux sensiblement plus élevés depuis maintenant un trimestre devrait prochainement avoir un impact sur le marché immobilier.**

**Un certain nombre d'acheteurs potentiels seront naturellement écartés du marché et la demande devrait donc se contracter.**

**Les REIT's (Real Estate Investment Trusts) déjà en chute de près de -20% depuis le mai**

Les cours en bourse des constructeurs immobiliers ont déjà, en partie tout au moins, anticipé une diminution de la demande et une baisse des résultats des sociétés actives dans la promotion immobilière, l'exploitation et la construction.

En baisse de près de -20% depuis leur sommet atteint en mai, les REIT's américains ont totalement effacé leur progression enregistrée depuis le début de l'année et sous performant désormais de près de 17% l'indice S&P500.



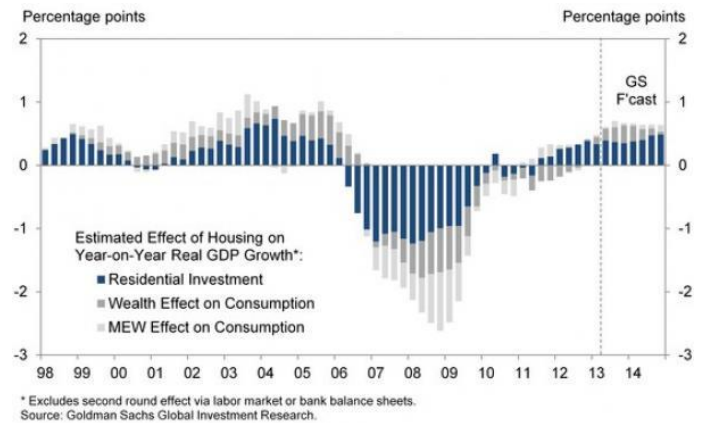
Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Si Ben Bernanke hésite encore à prendre en considération les effets probables du resserrement monétaire indirect provoqué par la hausse des taux longs et des taux hypothécaires, les investisseurs ne s'y sont pas trompés et ont eux déjà largement intégré la perspective d'un prochain ralentissement dans le secteur immobilier.

### Comment l'économie américaine pourrait-elle résister à un affaiblissement du secteur qui a tant contribué à sa récente croissance ?

Selon une étude de Goldman Sachs, la croissance économique américaine récente a été très largement soutenue par l'évolution favorable du secteur immobilier. L'essentiel de la croissance du PIB provenait effectivement directement de la croissance des investissements immobiliers (Residential Investments) et marginalement des effets de richesse indirects provoqués notamment par la hausse des prix de l'immobilier. Si la hausse des taux de ces derniers mois se maintient, nous devrions assister tout d'abord à un affaiblissement de la dynamique dans le secteur immobilier puis ensuite à un tassement de sa contribution à la croissance du PIB.

### Impact de l'immobilier sur le PIB US (estimation GSGIR)



La récente décélération des prix immobiliers sur une base mensuelle mesurée par l'indice S&P/Case-Shiller composite pourrait bien s'amplifier dans les prochains mois. Après une progression d'environ +12% sur un an, la hausse des taux hypothécaire devrait mettre un frein à cette tendance et provoquer certainement une consolidation des prix. L'impact direct sur la croissance se fera sentir, tandis que l'effet de richesse négatif sera amplifié par la consolidation probable des marchés financiers.

### Conclusion

La Réserve Fédérale espère toujours une accélération de la croissance du PIB au second semestre et conserve une vision trop optimiste de la conjoncture. Son inaction et son inflexibilité ont maintenu à un niveau trop élevé les taux longs. Cela ne devrait pas être sans conséquence sur la croissance.

Les risques de tassement de l'activité dans le secteur immobilier nous paraissent aujourd'hui très élevés et complètement sous-estimés par Ben Bernanke.

Le secteur des REIT's a déjà anticipé cet épilogue et présentera toutefois prochainement sans doute une opportunité d'investissement intéressante.

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux:

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

**Information importante :** Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.

**BBGI Group**  
 Rue Sigismund Thalberg no 2  
 1201 Genève - Suisse  
 T: +41225959611 F: +41225959612  
 info@bbgi.ch - www.bbgi.ch