

# ANALYSE HEBDOMADAIRE

## Marchés: Croissance 2013 soutenue par l'immobilier US

23 novembre 2012



### Focus : La hausse du prix de l'immobilier renforcera la confiance des ménages

#### Points clés :

- La politique de relance économique porte ses fruits et la ré-industrialisation de l'économie américaine est en marche
- La relance conjoncturelle disposera en 2013 d'un nouveau levier puissant insoupçonné
- Le secteur immobilier est en passe d'effectuer un renversement de tendance
- Les statistiques pointent effectivement vers une poursuite de la hausse des prix de l'immobilier en 2013
- Les ménages profiteront d'un effet de richesse positif
- Le secteur immobilier pourrait donc bien créer la surprise en 2013 et renforcer les perspectives conjoncturelles

**Les perspectives conjoncturelles américaines devraient à nouveau se renforcer après quelques semaines d'hésitation. En 2013, l'immobilier pourrait contribuer positivement au PIB.**

#### **Une politique de relance totale centrée sur une baisse des taux d'intérêt et une amélioration de la compétitivité revitalise le secteur manufacturier**

Depuis le début de la crise financière, les autorités américaines sont sur tous les fronts et cherchent par tous les moyens à remettre sur pied leur économie en actionnant un maximum de leviers devant leur permettre d'atteindre leur objectif central de relance conjoncturelle durable.

**Cet objectif de relance économique passe de plus en plus clairement par une ré-industrialisation de l'économie américaine nécessaire pour permettre une baisse significative et durable du chômage.**

Parmi ces leviers, la baisse des taux d'intérêt et du coût du capital constitue un élément essentiel du dispositif déjà largement structuré depuis plusieurs années. Le

président de la Réserve fédérale est souvent revenu sur ce point et a encore récemment rappelé qu'il maintiendrait une politique de taux bas aussi longtemps que l'emploi n'aurait pas atteint le niveau souhaité. Les taux directeurs sont donc proches de zéro depuis 2009 et les politiques monétaires expansionnistes non conventionnelles ont permis depuis leur application de faire décliner les taux longs régulièrement. Cette politique de rachat d'obligations de longues échéances a ainsi provoqué une baisse des coûts de financement telle, qu'aujourd'hui les entreprises industrielles peuvent financer leurs activités et leur développement à des coûts sensiblement inférieurs à ceux de leurs concurrents européens notamment. Le coût du capital est désormais inférieur au taux de croissance de l'économie américaine, ce qui constitue un facteur de développement positif additionnel.

Mais cette politique monétaire extrêmement expansionniste a aussi comme effet de produire des anticipations inflationnistes qui, couplées à un rendement faible des placements en USD et un différentiel de taux d'intérêt défavorable, finissent aussi par peser sur la valeur de la monnaie américaine.

**Nul doute que l'objectif non avoué des Etats-Unis soit aussi d'améliorer leur compétitivité par une baisse de leur monnaie et une chute conjointe des coûts salariaux unitaires relatifs.**

Si le coût de la main d'œuvre des travailleurs chinois et des pays émergents reste bien entendu inférieur à celui des travailleurs américains, la compétitivité de ces derniers par rapport aux travailleurs japonais et européens s'est récemment renforcée. La flexibilité du marché du travail américain a aussi autorisé le secteur automobile américain à totalement renverser la tendance qui le conduisait à une faillite programmée il y a quelques années. La protection des autorités américaines et la baisse du dollar ont contribué à ce sauvetage, qui permet désormais au secteur automobile américain de regagner des parts de marché au détriment des constructeurs européens. Mais alors que les cours du pétrole s'approchaient de 150 dollar le baril et remettaient en question les perspectives conjoncturelles

en 2008, le facteur énergétique revenait au premier plan dans la stratégie américaine sous un autre angle que celui qu'on lui connaissait historiquement.

Maintenir l'approvisionnement énergétique du complexe économique américain a toujours été un point essentiel de la politique étrangère américaine. Aujourd'hui, cet élément central de sa stratégie lui permet, grâce à l'exploitation d'une nouvelle technologie, d'assurer son approvisionnement en énergie tout en lui permettant d'améliorer la compétitivité de son secteur manufacturier. Par ailleurs, cette technologie lui offre en bonus à terme l'amélioration de sa balance commerciale, grâce à la diminution programmée de ses importations de produits fossiles et un développement inespéré de ses exportations de gaz naturel dans quelques années.

**Les Etats-Unis ont donc décidé de relancer leur croissance en développant un programme de ré-industrialisation de leur économie dont l'énergie bon marché est une pièce maîtresse.**

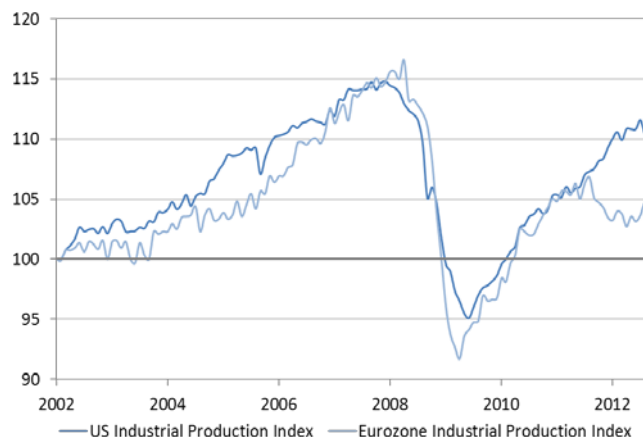
Alors qu'en Europe les projets de développement du gaz de schiste comme énergie alternative à l'exploitation des autres formes d'énergies sont à peine considérés et systématiquement écartés par la plupart des gouvernements pour des raisons écologiques, aux Etats-Unis, la production des gaz de schistes est devenu un levier essentiel de la politique gouvernementale.

En autorisant massivement la production de gaz de schiste sur leur territoire, les Etats-Unis ont fait chuter les coûts de l'énergie dans leur pays. La production et la consommation de pétrole baisse en effet depuis le début de la crise financière sous l'effet couplé du ralentissement conjoncturel initial et de la substitution désormais avantageuse du gaz naturel et du gaz de schiste dans la production d'électricité notamment (voir Analyse hebdomadaire du 6/10/2012). En comparaison internationale, malgré la remontée récente des cours du gaz aux Etats-Unis, son prix reste très inférieur à celui observé en Europe ou en Asie. Compte tenu de la consommation annuelle des Etats-Unis, on évalue à près de 150 milliards de dollars l'avantage économique obtenu par les Etats-Unis, sur l'économie européenne par exemple, grâce à cette nouvelle énergie bon marché.

**Ce phénomène est en cours et se renforcera dans les années à venir avec des effets positifs sur la croissance américaine.**

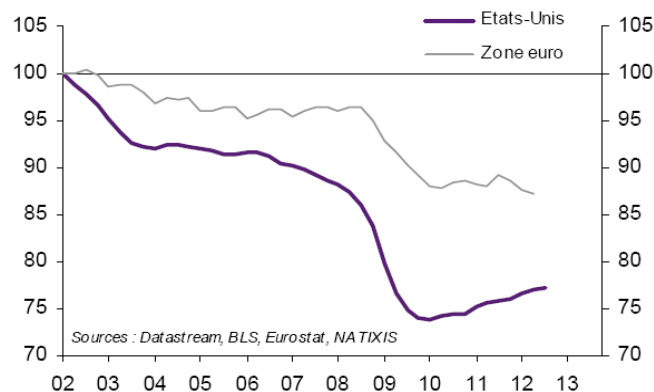
**L'économie américaine dispose désormais d'un nouvel avantage compétitif et commence en effet à en profiter comme le montrent les graphiques ci-dessous (production manufacturière et emploi aux Etats-Unis par rapport à la Zone euro).**

### Production industrielle USA-Zone euro



Source: BBGI, Bloomberg

### Emploi manufacturier USA-Zone euro



Source: Natixis, BBGI

**Le dernier QE3 soutiendra la relance en cours du secteur immobilier et la croissance globale aux Etats-Unis en 2013**

**Le troisième plan de relance quantitatif imaginé par la Réserve fédérale met désormais clairement plus l'accent sur le secteur immobilier américain.**

Ce n'est bien entendu pas la première fois que les autorités américaines agissent en faveur de ce secteur clé pour l'économie, pour la santé des ménages et celle du secteur financier. Cette fois ci, la banque centrale cherche à améliorer encore la situation du secteur immobilier et à stimuler l'activité économique en intervenant à plusieurs niveaux simultanément.

**En promettant d'acheter 40 milliards de titres adossés à des dettes hypothécaires, la Réserve fédérale cherche en effet d'abord à faire baisser l'ensemble des taux hypothécaires et par la même de réduire le coût de financement du crédit immobilier aux Etats-Unis.**

Depuis le début de l'année, les taux hypothécaires à 30 ans ont effectivement déjà pu se détendre et baisser de 4% à 3,4%. La tendance devrait pouvoir se poursuivre en 2013.

### Taux hypothécaires aux Etats-Unis à 30 ans



Source: BBGI, Bloomberg

Quels ont été et quels peuvent être les effets d'une baisse des taux hypothécaires sur le marché immobilier, sur la santé des ménages et sur l'économie américaine ?

**La baisse du coût de financement doit avant tout permettre aux ménages d'améliorer leur capacité à supporter leur endettement hypothécaire.**

Une charge hypothécaire réduite améliore en effet d'abord leur santé financière et augmente leur propension à consommer d'autres biens et services. Dans cette logique, les ménages améliorent aussi leur taux d'épargne, ce qui impacte positivement leur appréciation des risques présents et futurs et par conséquent leur degré de confiance dans l'avenir. L'état peut donc se desserrer et la contrainte de désendettement s'assouplir.

**Mais une diminution du coût de financement permet aussi aujourd'hui à d'autres acteurs de se porter plus aisément acquéreurs d'objets immobiliers et renforce de fait la demande.**

Une demande, qui est motivée par l'attractivité des prix et une tendance en formation à la hausse, si l'on en croit la reprise des prix régulière observée depuis quelques trimestres après la chute brutale des valeurs immobilières entre 2007 et 2009.

En renforçant l'attrait du secteur immobilier, grâce à la baisse des coûts de financement au moment où l'emploi et l'économie montrent des signes de vigueur, les autorités veulent créer une dynamique et un cercle

vertueux favorables aux ménages, à l'emploi et à l'économie au sens large.

Dans notre analyse hebdomadaire du 10 août, nous suggérons déjà qu'une action de la Fed en faveur du secteur immobilier pourrait renforcer la conjoncture américaine et créer une surprise positive en 2013. Nous pensons aujourd'hui que le phénomène a de bonnes chances de se produire, comme semblent déjà l'indiquer les statistiques publiées au cours des trimestres précédents.

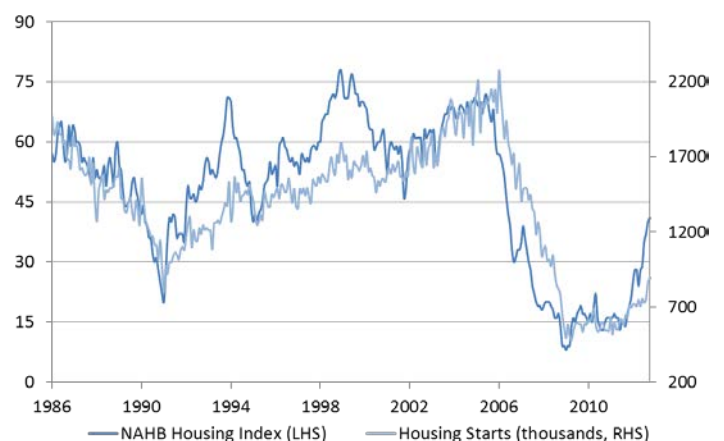
**Le secteur immobilier s'est assaini et les prix peuvent enfin progresser sensiblement alors que la croissance économique devrait à nouveau se renforcer en 2013**

Qu'il s'agisse de la confiance des constructeurs, des mises en chantier, des permis de construire ou des ventes immobilières, les statistiques pointent désormais régulièrement sur une poursuite du redressement du secteur.

**Même les prix de l'immobilier progressent et sont désormais en hausse sur un an. L'immobilier est redevenu, modestement, un contributeur positif à la croissance de l'économie.**

Les nouvelles constructions sont en hausse d'environ +40% sur un an et l'indicateur NAHB des constructeurs immobiliers aux Etats-Unis suggère une poursuite de la progression des nouvelles constructions immobilières de près de +50%. Historiquement, la corrélation est effectivement assez élevée entre les nouvelles constructions et l'indicateur avancé à l'exception des périodes entre 1993-1994 et 1999-2001. Au cours des six prochains mois toutefois, il nous semble que la construction résidentielle devrait pouvoir bénéficier d'une conjoncture particulièrement favorable.

### Secteur immobilier US



Source: BBGI, Bloomberg

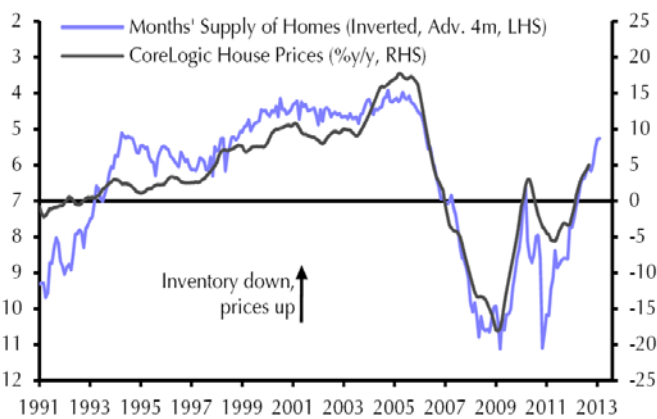
Cette augmentation des nouvelles constructions devrait normalement avoir un impact négatif sur les prix de l'immobilier dans un marché stable.

Mais dans la mesure où cette hausse de l'offre intervient alors que les inventaires sont en diminution très sensible depuis quelques temps, la demande n'est finalement pas constante mais plutôt en progression et l'impact peut être positif.

L'embellie observée n'agit donc pas négativement sur le secteur dès lors qu'elle est en fait une conséquence de l'amélioration progressive et structurelle du marché de l'immobilier.

Les prix de l'immobilier ont naturellement chuté dès 2006 après la période de surproduction et n'ont pu reprendre leur progression qu'en 2012 suite à la très nette diminution des inventaires et des prix.

### Prix de l'immobilier et baisse des stocks (USA)



Source: Capital Economics, BBGI

Le cycle immobilier aux Etats-Unis est donc probablement en train de se retourner. Même si les taux de croissance des nouvelles constructions, des ventes et des prix n'ont encore rien de comparable avec la période de haute conjoncture, il s'agit tout de même d'un renversement de situation très important. Les 900'000 nouvelles constructions enregistrées en octobre malgré l'ouragan Sandy représentent le point le plus haut depuis quatre ans.

**Ce renversement de tendance pourrait bien renforcer significativement les perspectives de croissance de l'économie américaine en 2013. Une hausse des prix de 5 à 10% en 2013 interviendrait au bon moment pour ajouter encore un peu plus de confiance aux ménages américains.**

Le succès initial de la politique de taux bas et de pression sur les taux hypothécaires doit en effet pouvoir s'étendre au-delà des bénéficiaires actuels pour développer tous ses effets. Car l'accès à ce financement meilleur marché dépend pour l'instant encore trop largement du ratio d'endettement par rapport à la valeur de l'actif immobilier des ménages. Ainsi, on calcule que seulement 55% des ménages américains peuvent effectivement profiter de coûts de refinancement plus avantageux liés à la baisse des taux hypothécaires. Il faut en effet pouvoir présenter un ratio inférieur à 80% par exemple pour renégocier sa dette. Les 45% restants ont une dette supérieure à la valeur de leur bien immobilier et ne peuvent donc pas profiter des taux bas. Cette situation pourrait très nettement changer si les prix de l'immobilier pouvaient encore progresser de +10%. De nouveaux ménages pourraient alors enfin restructurer leur dette à meilleur compte.

### **Conclusion**

**La ré-industrialisation de l'économie américaine est en cours et affecte positivement l'emploi.**

**Les effets négatifs de l'ouragan Sandy et des incertitudes liées aux élections puis à la falaise fiscale devraient diminuer dans les prochaines semaines.**

**Le renforcement du scénario conjoncturel nous semble probable aux Etats-Unis en 2013.**

**L'évolution du secteur immobilier pourrait clairement être un facteur accélérateur en accompagnant et en soutenant plus nettement qu'anticipé la reprise conjoncturelle.**

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 Sigismond Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch