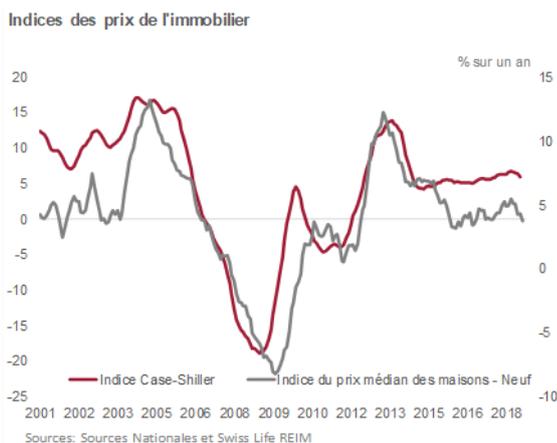


Activité, construction et immobilier

Au troisième trimestre, l'économie américaine a ralenti à 3,5% en rythme annuel contre près de 4,2% au trimestre précédent. Ce ralentissement, moins marqué que celui anticipé par le consensus ne remet pas en cause la dynamique du cycle entamée voici près de 10 ans. Toutefois, quelques constats : l'investissement en infrastructure dont la contribution était fortement positive aux trimestres précédents s'est replié ; l'investissement en résidentiel est sur une tendance baissière, au-delà de ses évolutions erratiques. **Focus sur des indicateurs du marché résidentiel américain pour éventuellement en déceler des points de retournements.**



L'indice Case-Shiller, établi par Standard & Poor's, mesure des prix de l'immobilier résidentiel sur 20 plus grandes métropoles¹, est encore sur une vitesse de croisière à 6% en rythme annuel depuis le début d'année. Ces 20 métropoles concentrent moins de 9% de la population américaine mais 47% du PIB total produit par les 383 métropoles. La polarisation de l'investissement et de l'emploi génère cette contribution élevée, ces deux variables étant explicatives du trend de l'indice Case-Shiller. La métropolisation² s'accéléralant sur les côtes Est et Ouest, soutient les prix au regard du déséquilibre entre offre et demande. Une analyse plus fouillée des différents indicateurs de prix par sous marché résidentiel montre que **c'est essentiellement l'ancien en centre-ville qui est synonyme de croissance des prix.**

Partout ailleurs, soit en dehors de ces métropoles, les prix ont ralenti depuis le début d'année. En fait, le prix médian de l'ancien continue de croître à un rythme de 4% l'an mais inférieur à celui de près de 7% observée depuis 2013 en vertu de l'élasticité des prix au taux d'intérêt hypothécaire. Dans le neuf, les prix « spot » sont stables depuis juin dernier mais après techniques de lissage, il semblerait que **l'indice du prix médian dans le neuf soit en baisse depuis quelques mois** : jusqu'à présent, cet indice a été relativement synchrone avec celui de Case-Schiller mais sur un passé récent il semble s'en écarter. Cette récente divergence est-elle ponctuelle ou témoigne-t-elle d'une fracture entre les marchés résidentiels ?

Un marché résidentiel locatif comme soutien à la compétitivité

L'indice d'accessibilité au logement, calculé par le National Association of Realtors, s'incline vers sa moyenne de long terme impacté par la remontée des taux hypothécaires, ils oscillent désormais autour de 4.80%, 70 bps de plus qu'il y a un an. Ce tassement de l'indice fait écho au moindre dynamisme enregistré sur le marché du neuf et notamment des prix sur le marché du neuf, des maisons individuelles.

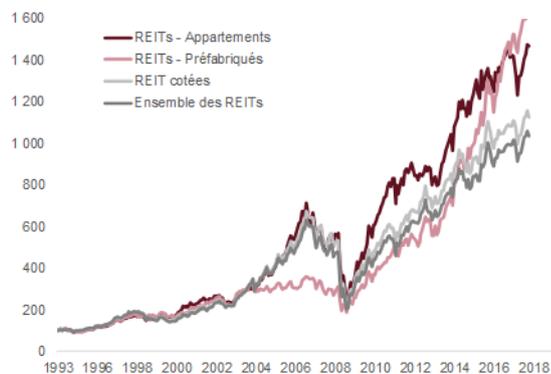
Sur les marchés côtés, **un bon indicateur avancé des tendances, les performances globales des REIT résidentielles** (22 entités pour une capitalisation boursière de près de 150 Mrds de dollars³, soit 14% de la capitalisation des 226 REITs) sont supérieures à celles de l'ensemble REITs depuis 2009. En moyenne, la performance globale a été de 15% p.a contre 12% p.a pour l'ensemble du secteur des REITs. Cet écart de performance s'est accéléré depuis 2014 parallèlement à une accélération de la croissance économique américaine. Au sein du segment résidentiel, ce sont les 15 REIT spécialisées en appartements (75% de la capitalisation résidentielle) qui affichent les performances globales des plus élevées.

¹ Atlanta, Boston, Charlotte, Chicago, Cleveland, Dallas, Denver, Detroit, Las Vegas, Los Angeles, Miami, Minneapolis, New-York, Phoenix, Portland, San Diego, San Francisco, Seattle, Tampa et Washington.

² Les travaux du prix Nobel Paul Krugman ont été pionniers pour montrer que l'hypercentralité est générateur d'externalités positives, d'économies d'agglomérations, de synergies en termes d'emplois et d'innovation. Le mécanisme est auto-renforçant et il définit en tant que tel, la métropolisation.

³ Aux Etats-Unis, AvalonBay et Equity Residential sont les Big Cap du secteur à 25 Mrds de dollars chacune.

REITs américaines et analysée comparée



Sources: Sources Nationales et Swiss Life REIM

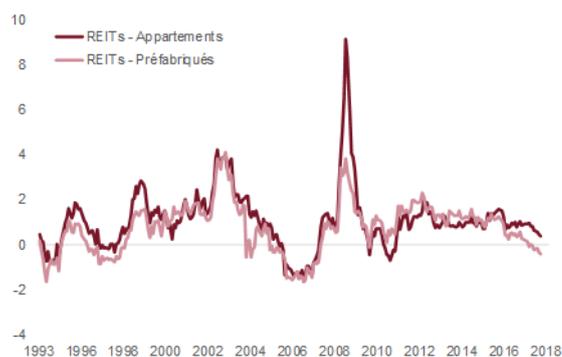
En fait, le secteur locatif résidentiel aux Etats-Unis est devenu une alternative clé depuis la crise : l'accession à la propriété plus difficile explique un taux de propriétaire aujourd'hui à 64,4% inférieur de 4 points comparativement à son niveau d'avant 2008. Pour les moins de 35 ans et ceux de 35 à 45 ans, le taux de propriété est en moyenne de 7 à 10 points inférieurs à ce qu'il était avant la grande récession. Aujourd'hui, 10 millions de ménages sont locataires aux Etats-Unis⁴. Ces locataires sont très différenciés, qu'il s'agisse des cols « blancs » ou « bleus », leur objectif est de rester localiser près des bassins d'emplois, sources de stabilité des revenus à long terme.

Pour les ménages, il n'est plus question d'arbitrer entre louer ou acheter en fonction d'un « revenu permanent » mais de rester compétitif sur un marché du travail où les entreprises américaines, sont devenues « price-maker » des salaires, pour rester également compétitives. Cette situation où les entreprises décident des salaires tandis que les salariés perdent leur « bargaining power », pouvoir de négociation, est celle d'un monospone : l'employeur est alors unique demandeur d'emploi. Ce phénomène à présent démontré par de récents travaux empiriques⁵ est lié au processus de concentration locale des entreprises américaines dans certaines branches d'activités ou sur certains territoires.

Aussi, au-delà des foncières spécialistes d'appartements, celles des maisons préfabriquées pour revenus modestes et

moyens a aussi le vent en poupe : les trois REITs spécialistes sur ce segment, avec une capitalisation totale de près de 18 Mrds de dollars ont enregistré une performance globale de 20% par an depuis 2009. Le marché américain compte aujourd'hui près de 16 millions de maisons individuelles à louer contre 12.8 avant crise, témoignage d'un changement de ce paradigme. Pour l'investisseur, la distribution reste confortable : les foncières spécialistes du marché locatif ont surperformé les autres foncières résidentielles, et elles ont servi en moyenne un rendement réel supérieur à celui des bons à 10 ans du Trésor américain.

Spread de taux entre rendements réel du dividende et celui des bons du Trésor américain



Sources: Sources Nationales, FED et Swiss Life REIM

Enfin, derniers indicateurs clés du marché locatif, les loyers ont augmenté de plus de 60% depuis 2009 dans l'Ouest et de 45% dans le Nord-Est des Etats-Unis, soutenus par la conjugaison d'une demande croissante et d'une différenciation horizontale de l'offre, fonction des revenus des locataires et de leurs aspirations. Les divergences entre l'Indice Case-Shiller et le prix médian du neuf reflètent la bipolarisation des marchés résidentiels mais également une révolution aux Etats-Unis : le logement est devenu habitat au service de la compétitivité et du capital humain et plus uniquement une composante du patrimoine des ménages.



Béatrice Guedj (PhD)

beatrice.guedj@swisslife-reim.fr
Directrice Recherche et Innovation
www.swisslife-reim.com

⁴ Dont 6 millions avec un revenu moyen compris entre 75 000\$ et 150 000\$

⁵ Azar J., Marinescu I. and Marshall I. Steinbaum, «Labor Market Concentration», NBER working Paper 24 147, 2017.