



Eric Lascelles
Économiste en chef
RBC Gestion mondiale d'actifs Inc.

POINTS SAILLANTS

- › Le marché du logement américain n'a pas encore rempli son rôle traditionnel de catalyseur de la reprise économique.
- › Signe encourageant, il s'est manifesté ces derniers mois une tendance à l'amélioration sur ce marché, et les indicateurs d'accessibilité sont maintenant assez intéressants.
- › Toutefois, il est probable que la reprise demeure timide en raison des mauvaises conditions de crédit, du climat psychologique pesant qui règne sur le marché et de l'énorme surcroît de logements.

JETER LES BASES

Si on croit que le marché immobilier est le cœur de l'économie, on peut dire que l'Amérique a récemment souffert d'une grave maladie cardiaque. Après avoir atteint des proportions gargantuesques en 2006, la bulle immobilière des États-Unis a finalement éclaté. Depuis, le prix des logements a reculé de 32 % et le nombre de mises en chantier, de 75 %. Ces reculs ont été des remèdes amers, mais ils étaient absolument nécessaires pour remettre le patient sur pied.

Le marché américain du logement a affiché, ces derniers mois, une énigmatique tendance à l'amélioration. La plupart des indicateurs de l'activité ont touché un plancher et certains se mettent même à monter un peu. En raison des taux d'intérêt extrêmement bas et de la forte diminution des prix des logements, l'accessibilité est maintenant assez favorable. Dans le passé, les corrections du marché du logement ont pris fin après quatre ans de recul en moyenne – or, nous sommes arrivés à ce stade.

Cela laisse-t-il présager une fulgurante reprise ? C'est possible, mais peu probable. Nous craignons que la reprise reste faible. Les conditions de crédit et le climat psychologique sont encore défavorables sur le marché, et les stocks de logements inoccupés restent énormes. Une reprise très progressive sur plusieurs années est plus probable qu'une rapide envolée (figure 1). Donc, le marché du logement ne sera sans doute pas le catalyseur qui dynamisera l'ensemble de l'activité économique, du moins pas avant quelques années.

Figure 1 : Feuille de pointage de la reprise du marché de l'immobilier aux États-Unis

Accessibilité	Favorable
Indicateurs avancés	Mitigés
Antécédents historiques	Mitigés
Conditions de crédit	Mauvaises
Climat psychologique	Défavorable
Stocks	Défavorables
PRONOSTIC	REPRISE TIMIDE SUR PLUSIEURS ANNÉES
Source : RBC GMA	

Pourquoi le logement est-il important ?

Une habitation est un actif qui sort de l'ordinaire. Non seulement s'agit-il du seul actif dans lequel nous vivons, mais il compte aussi parmi les investissements les plus populaires : les deux tiers des Américains sont propriétaires. Le logement rivalise avec les actions en ce qui concerne l'actif le plus précieux d'un ménage ; il représente presque le quart du total de ses actifs. En même temps, les emprunts hypothécaires représentent pas moins de 72 % de la dette des ménages.

La construction résidentielle – l'indicateur économique le plus direct de l'activité immobilière – ne représente normalement

que 4 % du PIB des États-Unis, mais ce chiffre cache sa véritable importance, et cela de deux manières.

D'abord, bien que la construction résidentielle ne joue pas un rôle central à long terme, son influence cyclique est quintuplée du fait de son extrême variabilité. Lorsque les choses vont bien, le marché du logement se porte très bien. Au cours des impétueuses premières phases du cycle économique, la construction résidentielle génère normalement environ le cinquième de la croissance économique dans son ensemble (à peu près 0,7 point de pourcentage par année) et devance l'économie d'environ deux trimestres. Mais lorsque ça va mal, il se porte très mal. Voilà les conditions que nous avons connues ces dernières années. Le déclin de la construction résidentielle a retranché au total 3,8 points de pourcentage du PIB depuis l'éclatement de la bulle immobilière (figure 2).

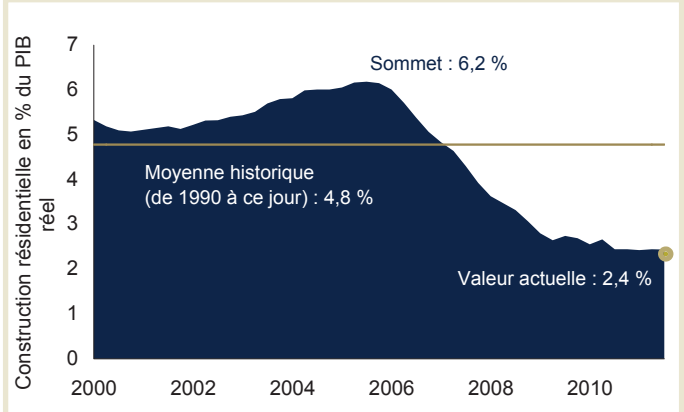
Ensuite, le marché du logement tire son importance phénoménale d'une diversité de circuits secondaires sur lesquels il influe : il génère une fraction considérable des recettes des gouvernements locaux ; il assure l'emploi de millions de travailleurs¹ ; il génère des achats inaperçus de milliards en matériaux de construction ; il dynamise les ventes d'ameublement et stimule les dépenses de consommation en raison de l'impression de richesse importante que crée une hausse des prix des logements.

Hélas, dans le contexte actuel, l'effondrement des prix des logements a retranché presque 7 billions de dollars du patrimoine des ménages au cours des cinq dernières années, et l'effet d'appauvrissement qui en a résulté a soustrait jusqu'à deux autres points de pourcentage du PIB. Les coûts engendrés dans les autres circuits ont aussi été considérables. Des millions de travailleurs de la construction restent sans emploi, et une dette hypothécaire supérieure à la valeur nette de leur logement empêche bien des ménages de déménager dans des régions où les perspectives d'emploi sont meilleures. La confiance n'est pas au rendez-vous. Les coffres de l'État sont vides. Pour les divers secteurs d'activité connexes, c'est le désœuvrement.

Alors, lorsque nous cherchons des signes de reprise économique satisfaisants, nous accordons beaucoup d'importance au marché du logement. Un regain d'activité sur ce marché dissiperait le malaise et soutiendrait une reprise économique. Jusqu'à maintenant, ce n'est pas tellement ce qui s'est produit, et cela explique, en partie, le taux anémique de croissance économique.

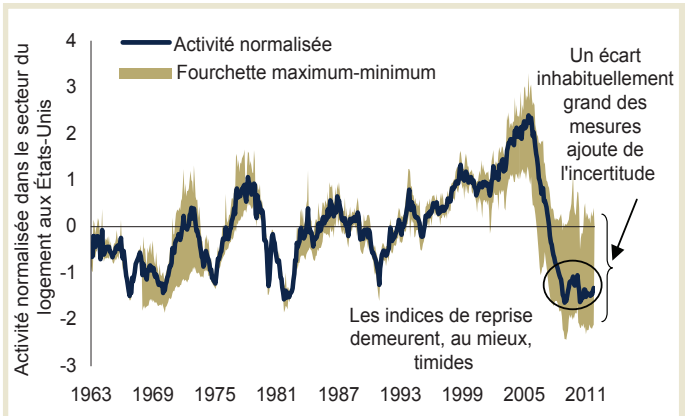
¹ On estime que chaque nouveau logement construit engendre trois emplois dans la construction et un emploi dans la vente.

Figure 2 : La construction résidentielle des États-Unis a besoin d'être relancée



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 3 : L'activité normalisée dans le secteur du logement aux États-Unis a atteint un creux



Nota : Moyenne simple des mises en chantier de logements uniques, des permis de construction de logements uniques, des ventes de maisons existantes, des ventes de maisons neuves et de l'indice du marché de l'habitation publié par la NAHB normalisés.

Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Les indicateurs avancés sont mitigés

Il se manifeste quelques signes donnant à entendre que le marché américain du logement, à défaut d'avoir commencé à progresser, a au moins atteint un plancher.

Les activités courantes se stabilisent

Notre indice de l'activité sur le marché américain du logement a terminé sa longue glissade, et des analyses récentes indiquent qu'il s'améliore un peu (figure 3). Mais tous les efforts réalisés l'année dernière ont à peine permis de franchir le cinquième de la distance qui le ramènerait à un niveau normal. La facturation des architectes corrobore ce fait : elle s'est stabilisée, mais n'affiche pas encore des chiffres qui signaleraient une reprise

concertée. Notre indice du prix des maisons aux États-Unis indique aussi une fragile stabilisation, mais pas une amélioration sensible (figure 4). Ces indicateurs pourraient encore décoller, quoiqu'ils ne l'aient pas encore vraiment fait.

Amélioration des intrants relatifs au secteur du logement

La production de machines de construction a augmenté depuis le creux atteint en 2010 et elle s'approche d'un niveau normal (figure 5). Cette progression pourrait annoncer une amélioration imminente du marché intérieur du logement ou simplement refléter une hausse de la demande internationale². Caterpillar a déclaré que ses livraisons en Amérique du Nord ont augmenté au rythme annuel énorme de 41 %, mais les acheteurs ont affirmé que leurs achats visaient à moderniser leur flotte plutôt qu'à prendre de l'expansion. La production de matériaux de construction a aussi effectué un beau rebond l'année dernière, mais elle reste à un niveau assez inférieur aux normes précédentes³.

Les constructeurs d'habitations progressent à peine

Il est à noter que les gros constructeurs d'habitations jouissent d'une amélioration des conditions du marché, y compris d'une hausse sensible des nouvelles commandes. Mais il n'en résulte rien de plus qu'une légère augmentation des contrats et du revenu. L'indice du marché du logement de la National Association of Home Builders (NAHB) est sans doute l'indicateur le plus fiable de la confiance des constructeurs d'habitations ; or, il signale une certaine amélioration, mais encore beaucoup plus de pessimisme que d'optimisme.

Revalorisation du logement locatif

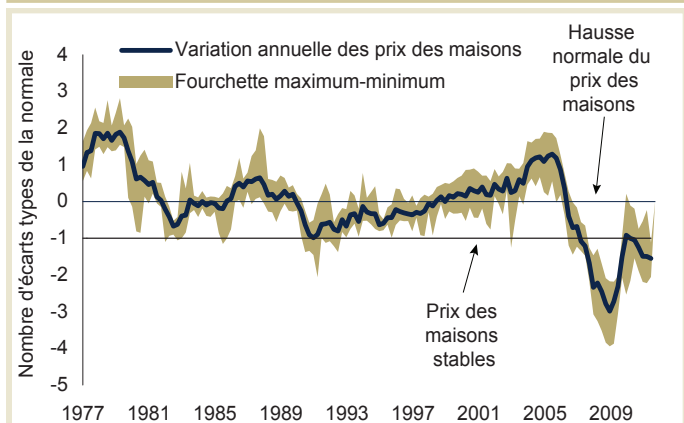
Le marché du logement locatif est parfois un indicateur avancé du marché des acheteurs d'habitations, et il contribue également à créer un équilibre entre l'offre et la demande de logements. L'attrait de la location en période de léthargie de l'économie et du marché de l'emploi est évident : moindres besoins de financement onéreux ; pas de versement initial ; pas de coûts d'entretien imprévisibles ; pas de risque de perte en capital ; et généralement moins d'engagements.

Les loyers augmentent à l'instar des taux en vigueur appliqués aux immeubles à logements eux-mêmes (figure 6). Le taux

² La croissance des importations de machines aux États-Unis a dépassé les exportations l'année dernière. On peut en déduire que la remontée de la demande de machines de construction pourrait, au moins en partie, découler de la demande intérieure.

³ La production d'acier de construction, en particulier, a rebondi, et la production de ciment, de produits ligneux et de meubles a aussi augmenté.

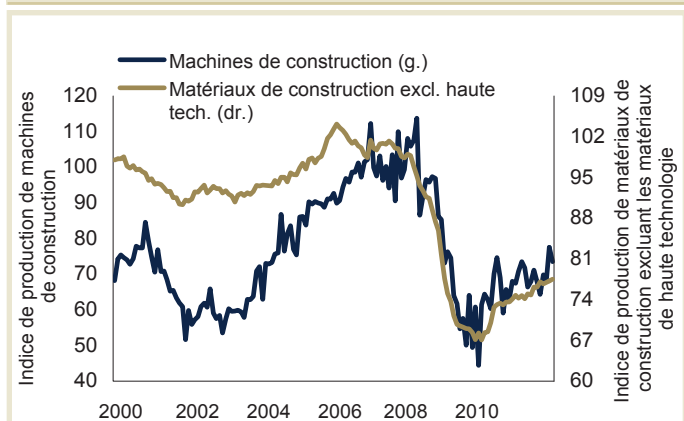
Figure 4 : Les prix des maisons demeurent très faibles



Nota : Moyenne simple de l'indice des prix des maisons (IPM) de Case-Shiller HPI, de l'IPM excluant les biens immobiliers en difficulté de CoreLogic, des prix des nouvelles maisons unifamiliales, des prix des nouvelles habitations de qualité constante, des prix des maisons unifamiliales existantes, des IPM Freddie Mac et des IPM de la FHFA normalisés.

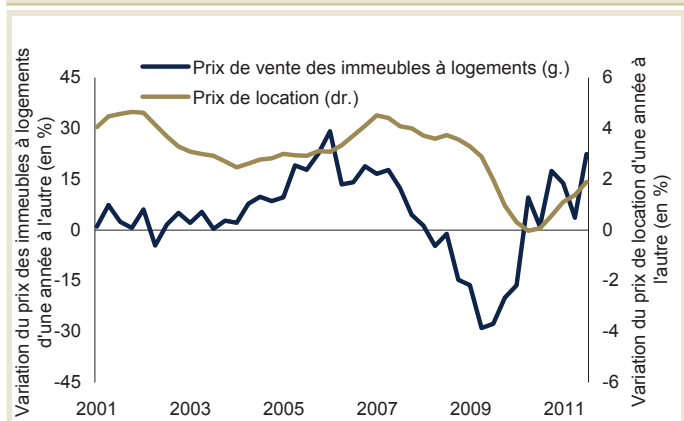
Sources : Haver Analytics, *Exubérance irrationnelle*, de Robert Shiller, et RBC GMA

Figure 5 : Amélioration de la construction



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 6 : Les prix du marché de la location s'améliorent



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

d'inoccupation des logements est encore assez haut par rapport aux normes historiques ; toutefois, la norme même semble s'être élevée au fil des décennies. En tout cas, ce taux a maintenant beaucoup baissé (figure 7). Un sondage du National Multi Housing Council indique que le marché locatif se resserre.

Nous craignons – et ceci serait moins prometteur – que la qualité d'indicateur avancé du marché locatif puisse, pour le cycle actuel, être partiellement faussée par un phénomène, de toute évidence renforcé, de remplacement de l'achat par la location d'un logement. À un degré inhabituel, les gens délaissent la propriété pour affluer vers la location d'un logement. Cette tendance devrait ramener le taux de propriété à sa norme historique (figure 8). À un niveau extrême, l'essor du marché locatif peut simplement exacerber les paramètres du repli du marché du logement, et non pas annoncer un renouveau imminent.

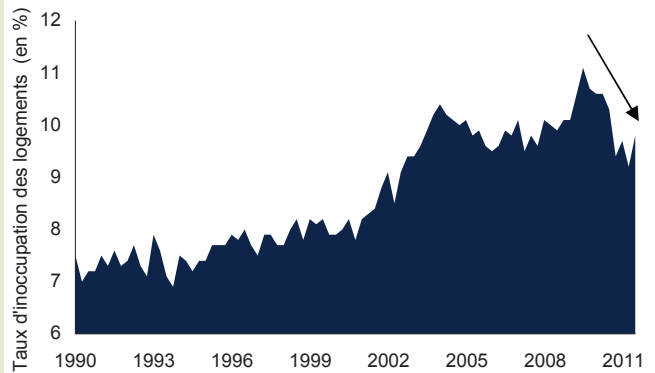
Enfin, l'activité sur le marché du logement, les prix des logements, les intrants du secteur du logement, les intentions des constructeurs et le marché locatif signalent tous qu'il se passe quelque chose. Serait-ce le début d'une forte reprise du marché du logement ? Peut-être, mais il est beaucoup trop tôt pour le dire. Un examen des paramètres fondamentaux relatifs au marché du logement aidera à évaluer la probabilité qu'il effectue une remontée durable.

L'accessibilité est très favorable

L'accessibilité du logement s'est massivement améliorée aux États-Unis ces dernières années. De beaucoup trop élevé, le prix des logements est devenu nettement trop bas (figure 9). Notre indicateur préféré du juste prix est le coût mensuel de détention d'une hypothèque moyenne par rapport au revenu médian d'un ménage. C'est la mesure qui reflète le mieux le véritable fardeau financier qu'est la propriété d'un logement, mais aussi le processus décisionnel qui mène à l'achat d'un logement.

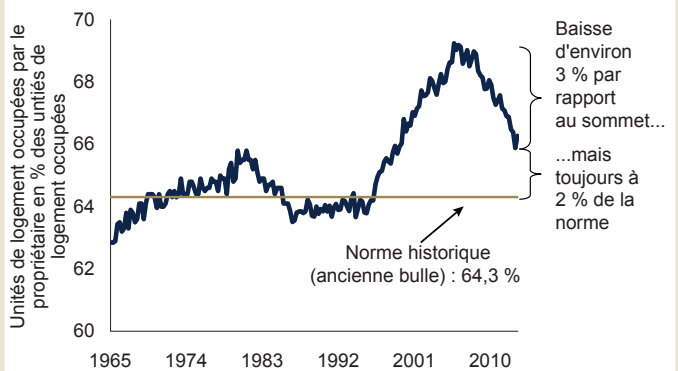
Nos calculs de cette mesure indiquent que le prix moyen d'un logement aux États-Unis représente maintenant les deux tiers de sa juste valeur, ce qui signifie que les prix actuels pourraient monter de 50 % sans que le coût mensuel ne dépasse la norme historique. Ce n'est pas rien. L'autre mesure illustrée sur le graphique « Plafonnement de l'accessibilité » évalue l'accessibilité dans un scénario où les coûts d'emprunt reviendraient à leurs normes historiques du jour au lendemain. Dans ce scénario, l'accessibilité diminue nettement, mais les prix des logements restent encore trop bas, de 14 %.

Figure 7 : Le taux d'inoccupation des logements aux États-Unis recule par rapport à son sommet



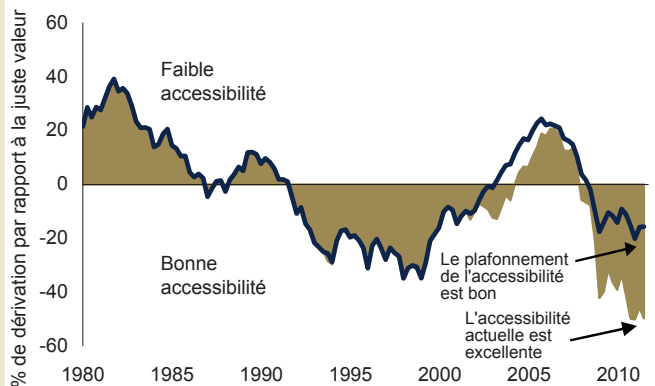
Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 8 : Le taux d'accession à la propriété est encore au-dessus de la norme historique



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 9 : Accessibilité à la propriété aux États-Unis est très bonne



Nota : Calcul pour un emprunt hypothécaire à taux fixe sur 30 ans avec un versement initial de 25 % sur le prix d'une maison unifamiliale médiane, en proportion du revenu médian d'un ménage. L'accessibilité actuelle calcule la déviation actuelle par rapport à la norme historique. Le plafonnement de l'accessibilité mesure l'accessibilité à l'aide d'un plancher de taux normaux d'emprunt.

Sources : Haver Analytics, RBC GMA

La pertinence de l'accessibilité

L'accessibilité devrait-elle être le facteur déterminant l'existence d'une reprise du marché du logement ? Tout dépend de la longueur de l'historique auquel on se réfère. À long terme, l'expérience enseigne que certains facteurs sont plus importants que l'accessibilité. Un marché du logement cher ne peut pas éternellement défier les lois de la gravité, tout comme un marché peu cher ne peut que finir par émerger des abysses. Mais, à court terme, l'accessibilité ne signifie souvent pas grand-chose.

Pendant les excès de la bulle immobilière du milieu de la décennie 2000-2010, on ne se souciait pas du tout de l'érosion de l'accessibilité, et les acheteurs s'engageaient sans hésiter dans un marché haussier. C'est l'inverse qui se produit dans le marché actuel. Aujourd'hui, l'accessibilité est très bonne,

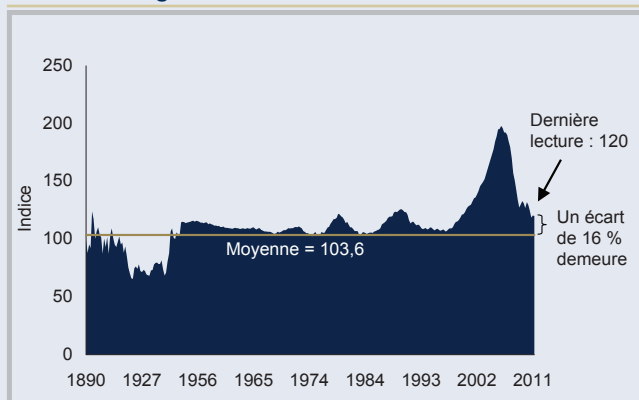
AUTRES INDICATEURS DE L'ACCESSIBILITÉ

Certes, il existe plusieurs autres méthodes de calcul de l'accessibilité. Ce sont notamment les ratios prix-revenu du ménage, les ratios prix-loyer et les prix réels des logements (en valeur constante) (figure A). Pour tout dire, chacune de ces méthodes indique que les prix des logements sont moins bas que celle que nous avons choisie, et la méthode des prix réels des logements donne à entendre que les prix sont encore un peu élevés.

Toutefois, ces autres méthodes sont moins utiles que la nôtre aux fins de notre analyse. Par exemple, chacune omet de tenir compte de l'importance capitale des taux d'intérêt dans le calcul de l'accessibilité¹. C'est là une grave omission, car l'indice

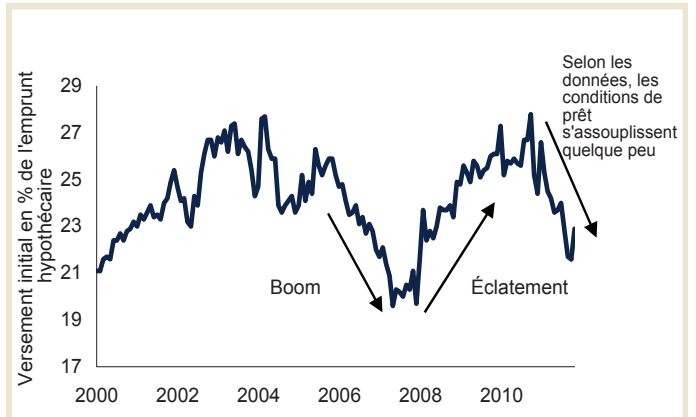
¹ Les taux d'intérêt ont connu une baisse de longue durée, qui s'est étendue sur plusieurs décennies, même sans tenir compte des taux extrêmes des dernières années. Cela réduit le coût de financement d'un logement et fait en sorte que le prix d'un logement peut être plus élevé et tout de même plus abordable. L'un des particularités attrayantes du système américain tient à l'existence d'hypothèques à 30 ans, qui permettent à un acheteur de fixer aujourd'hui le montant de ses mensualités pour la période entière d'amortissement de l'hypothèque, contrairement à ce qui se fait dans la plupart des autres pays.

Figure A : L'indice réel des prix des maisons demeure légèrement élevé



Sources : Robert J. Shiller, *Exubérance irrationnelle*, 2^e édition, RBC GMA

Figure 10 : Des versements initiaux moins élevés

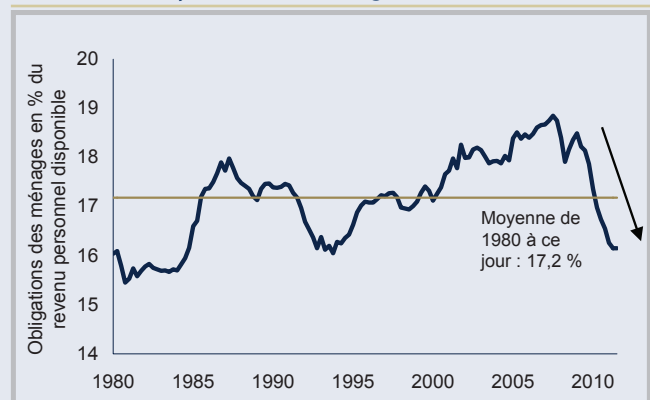


Sources : Haver Analytics, RBC GMA

américain des engagements financiers a progressé à pas de géant principalement en raison des faibles taux d'intérêt (figure B). Les ratios prix-loyer surestiment le degré de substitution² propriété-location et ne tiennent pas compte de l'importante différence de qualité entre les deux stocks de logements. La méthode des prix réels des logements néglige de prendre en considération la hausse des revenus du ménage et l'offre limitée de terrains bien situés. Pour être clair, je dirais que ces méthodes ne doivent pas être rejetées d'emblée, mais qu'elles doivent être analysées avec circonspection. Et malgré tout, elles permettent de conclure que l'accessibilité du logement s'est améliorée ces dernières années.

² Historiquement, cet effet de substitution a tendance à être assez faible. Peu de familles sont disposées à faire un va-et-vient entre l'acquisition d'une propriété et la location pour tirer parti du marché, surtout compte tenu des coûts d'opération.

Figure B : Le fardeau financier des ménages aux États-Unis est passé de lourd à léger



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

excellente même. Mais les acheteurs restent démotivés et incapables de profiter de cette occasion, et ce, pour des raisons que nous expliquerons dans les trois prochaines sections.

Le mieux que l'on puisse dire, c'est que, pour soutenir adéquatement une reprise du marché du logement, l'accessibilité est une condition nécessaire, mais insuffisante. Cette condition nécessaire a été amplement remplie. Il faudrait maintenant que les conditions de crédit et la psychologie du marché s'améliorent, mais aussi que les stocks reviennent à des niveaux plus normaux.

Les conditions de crédit sont mauvaises

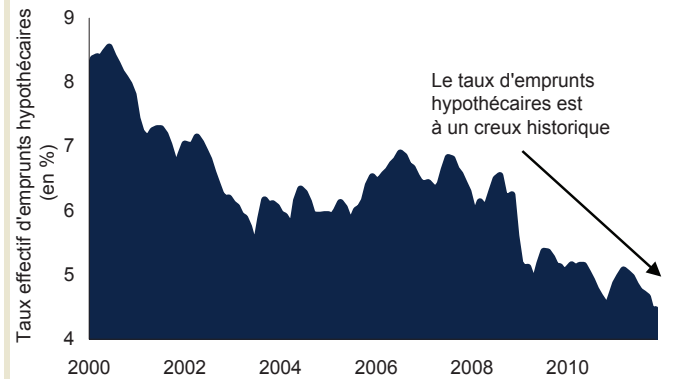
La plupart du temps, les logements sont achetés à crédit. En conséquence, l'accès à des prêts hypothécaires est indispensable à une revitalisation du marché du logement. Heureusement, les choses se sont beaucoup améliorées à cet égard. Le crédit à la consommation (qui exclut les prêts hypothécaires) augmente à nouveau à un rythme respectable. Depuis peu, le versement hypothécaire initial moyen a commencé à diminuer (figure 10), ce qui signale un certain assouplissement des conditions de crédit. Et, bien sûr, les taux d'intérêt sont à des niveaux extrêmement bas et ils sont susceptibles de s'y maintenir pendant un certain temps (figure 11).

Toutefois, la plupart des indicateurs du crédit invitent encore à la prudence. Le crédit hypothécaire résidentiel reste inchangé et, compte tenu du nombre élevé de défauts de paiement hypothécaire, des saisies de logements et des taux de faillite personnelle, il est sans doute illusoire de s'attendre à un regain immédiat des activités de prêt (figure 12). Les prêteurs exigent des cotes de crédit élevées avant de consentir un prêt hypothécaire (figure 13).

Bien que le sondage réalisé auprès des premiers agents des prêts par la Réserve fédérale des États-Unis dénote des améliorations par à-coups, notre version modifiée (et supérieure à notre avis) démontre que la volonté des banques de consentir des prêts et la demande d'hypothèques restent assez faibles (figure 14). Il faudra du temps avant que ces paramètres se normalisent.

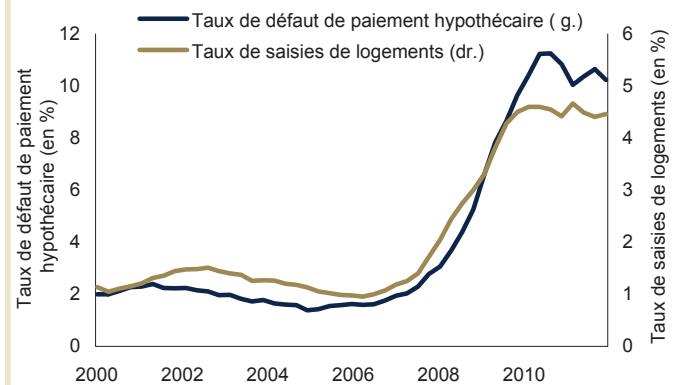
D'autres sondages sont aussi peu encourageants. Selon un sondage de la FICO auprès des professionnels de la gestion du risque de crédit, ces derniers s'attendent à ce que le taux d'approbation du crédit à la consommation diminue et à ce que les critères d'approbation se resserrent. Ils estiment également

Figure 11 : Le taux effectif d'emprunts hypothécaires est en baisse



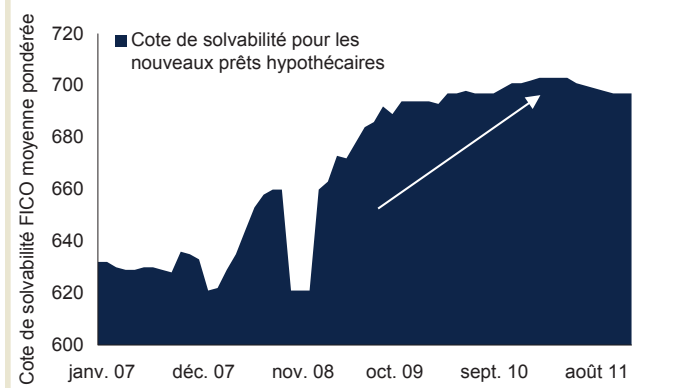
Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 12 : Les tensions demeurent élevées dans le secteur du logement et ne s'apaisent que lentement



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

Figure 13 : Les banques américaines ont resserré leurs normes de prêts hypothécaires



Source : U.S. Department of Housing and Urban Development

que les défauts de paiement hypothécaire resteront élevés par rapport aux normes historiques pour encore au moins cinq ans.

Il ne fait aucun doute que les banques américaines continuent à réduire leur endettement, ce qui signifie qu'elles prêtent une fraction moins élevée de leurs dépôts (figure 15). Elles trouvent aussi ailleurs des occasions de prêt plus attrayantes : les défaillances de paiement de carte de crédit ont fortement diminué ; le nombre de prêts personnels en souffrance a baissé ; et le secteur des affaires est assez florissant. Le marché du logement n'a pas autant à offrir.

Comme le marché des titres adossés à des créances hypothécaires est encore rébarbatif (figure 16), il est difficile pour les prêteurs de financer leurs prêts hypothécaires à des prix raisonnables. Les offices du logement américains ont le mandat de suivre une cure d'amaigrissement, ce qui réduit leur participation au marché. Les courtiers ont considérablement diminué leurs stocks. Les banques américaines continuent de vendre leurs créances hypothécaires à faible rendement. En même temps, les banques européennes, qui progressent avec lenteur, viennent de commencer à se défaire de leurs titres de créance hypothécaires américains, car elles ont soif de liquidités. Il est vrai que ces forces négatives pourraient être partiellement neutralisées par un autre cycle d'assouplissement quantitatif qui toucherait directement les titres adossés à des créances hypothécaires ou par un habile renflouement du secteur. Mais, d'une manière ou d'une autre, le marché de la titrisation restera sans doute une entrave aux activités de prêt hypothécaire.

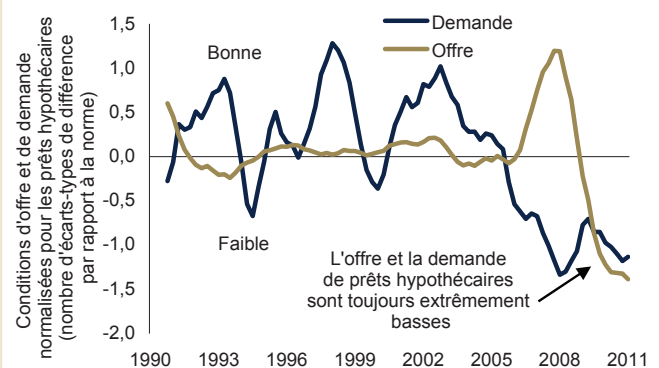
Bref, aussi longtemps que les prêteurs seront peu disposés à élargir l'accès aux prêts hypothécaires et que les emprunteurs seront réticents à contracter un prêt hypothécaire, la reprise du marché du logement ne progressera qu'à une allure très lente.

Le climat psychologique est défavorable

Le climat psychologique sur le marché du logement est un autre facteur important qui entrave la reprise. Si les acheteurs et les vendeurs ne sont pas dans un état d'esprit positif, l'accessibilité importe peu.

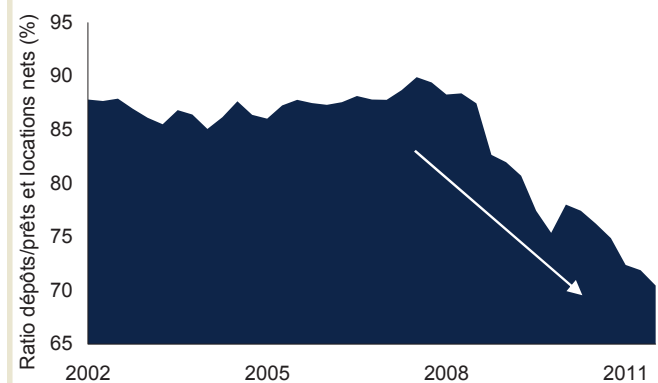
Le marché du logement est exposé aux mêmes manies et paniques que les autres types de placements. Lorsque les conditions sont favorables, les gens se laissent étourdir par la montée incessante des prix des logements et s'imaginent que cela durera toujours. Le seuil auquel ce sentiment se manifeste est très bas : même les logements dont le prix monte à peine

Figure 14 : L'offre et la demande de prêts hypothécaires sont toujours très faibles



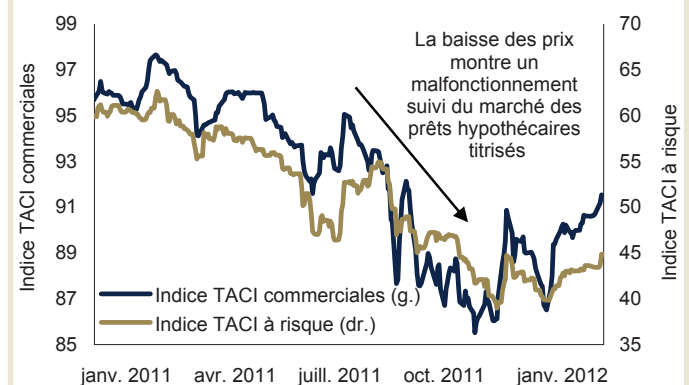
Nota : Moyenne mobile normalisée sur 12 mois de la moyenne simple de la variation des données SLOS appropriées et de son niveau d'indices sous-jacents s'adaptant aux incohérences des réponses des répondants au sondage
Sources : Federal Reserve Senior Loan Survey, RBC GMA

Figure 15 : Les banques de dépôt américaines réduisent l'endettement et l'accessibilité aux prêts



Source : Federal Deposit Insurance Corporation

Figure 16 : Le marché des prêts hypothécaires titrisés reste défavorable



Nota : L'indice CMBS AAA S5 est un indice négociable et synthétique se basant sur un panier de 25 titres adossés à des créances immobilières (TACI) commerciales. L'indice ABX HE AAA.06-2 est un indice négociable et synthétique se basant sur un panier de 20 TACI à risque. Sources : Markit, Bloomberg, RBC GMA

au même rythme que l'inflation engendrent un rendement supérieur à 10 % pour un versement initial de 20 %.

Mais, lorsque les temps sont difficiles, il semble que rien au monde ne puisse convaincre les gens que le marché du logement s'améliorera. En pareille période, un bien immobilier est perçu comme étant un actif peu liquide assorti de coûts d'entretien onéreux et de frais d'opération élevés.

Ces excès sont extrêmement nuisibles. Mais la nature humaine est ainsi faite. Au moins, elle obéit de façon presque prévisible à un cycle de quatre phases (figure 17). À l'heure actuelle, c'est la phase de désespoir qui prédomine. Elle finira par se transformer en un optimisme prudent, mais un si profond changement psychologique prend du temps, d'autant plus que la motivation des acheteurs restera très faible tant que les prix continueront de baisser ; or, les prix pourront difficilement arrêter de reculer avant que les gens se mettent à acheter des logements. Plus concrètement, il faudra du temps avant que les ménages dont la cote de crédit a été entachée en raison de la conjoncture du marché du logement aient de nouveau accès au crédit et, par conséquent, au marché.

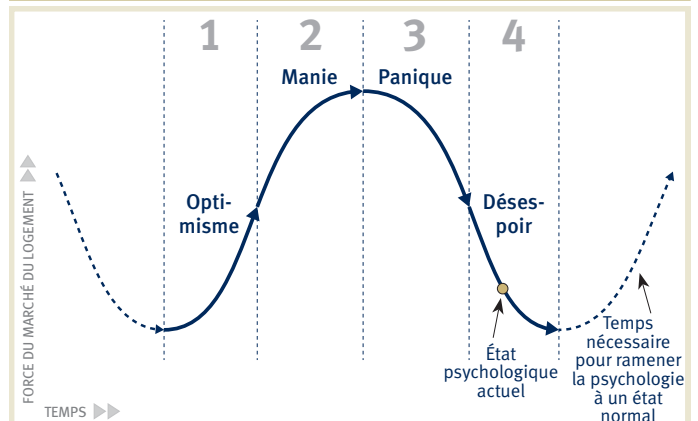
La dernière bulle immobilière a pris des proportions particulièrement énormes pour plusieurs raisons :

- la politique gouvernementale encourageait fortement la propriété ;
- la titrisation est devenue un important outil de financement ;
- les taux d'intérêt ont vraisemblablement été laissés trop bas trop longtemps au milieu des années de la décennie 2000-2010 ;
- les ménages étaient, à tort, incités à croire qu'ils pourraient simplement abandonner leur maison ou faire faillite si les choses tournaient mal, et les prêteurs étaient largement protégés de leurs prêts douteux par la titrisation ;
- les ménages ont changé d'attitude. Après le krach boursier de 2001, les actions ont été délaissées et le logement est devenu le nouvel investissement recherché par la masse. Cet actif ne semblait pouvoir évoluer que dans une seule direction : vers le haut.

Cette analyse naïve étant maintenant en lambeaux, il faudra du temps avant que les gens soient disposés à investir à nouveau l'épargne accumulée durant leur vie sur le marché du logement.

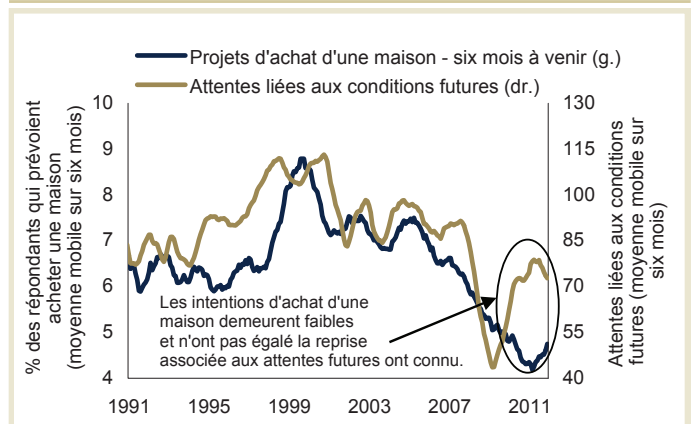
De surcroît, les ménages américains semblent déterminés à poursuivre leur processus de désendettement et à ramener le taux d'accès à la propriété à des niveaux plus proches des

Figure 17 : Les quatre états psychologiques du marché du logement



Source : RBC GMA

Figure 18 : Peu de projets d'achat d'une maison dans les six prochains mois



Sources : Conference Board, RBC GMA

normes historiques. Rien n'illustre mieux cette attitude que les résultats de deux sondages. Le premier, un sondage Gallup, demandait si le moment était opportun pour l'achat d'un logement. La plupart des ménages ont estimé que tel était le cas, ce qui est prometteur et sensé étant donné l'excellente accessibilité. Cependant, lorsque le Conference Board leur a demandé s'ils envisageaient l'achat d'un logement dans les six mois suivants, moins de 5 % ont répondu « oui ». C'est un résultat très inférieur à la norme historique (figure 18) et il semble que plusieurs années s'écouleront avant un retour complet à la normale.

Pour conclure, le cycle du marché du logement reste bloqué à la phase « désespoir » et les signes d'une lente amélioration sont encore loin d'indiquer que règne l'optimisme ingénu nécessaire pour remettre le marché sur les rails. En toile de fond, n'oublions pas les nombreux facteurs de grande envergure

susceptibles de miner la confiance et qui pourraient encore entraver ce processus : la crise de la dette en Europe ; un dysfonctionnement politique aigu ; et l'instabilité géopolitique au Moyen-Orient, en Afrique du Nord et en Corée du Nord.

Les stocks sont défavorables

Les stocks excédentaires de logements représentent un autre handicap du marché américain du logement. Il s'agit en fait d'un double excédent. D'abord, il y a beaucoup plus de logements inoccupés qu'en temps normal. Ensuite, de nombreux emprunteurs, accusant un retard dans le remboursement de leur emprunt, ont une hypothèque dont le montant dépasse grandement la valeur nette de la propriété, ou ont vu leur propriété saisie, et courent le risque de voir leur logement s'ajouter aux innombrables logements vacants.

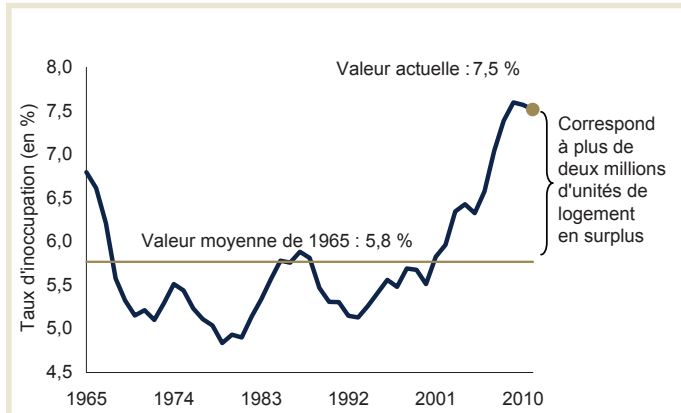
Les logements vacants

Les constructeurs ont bâti beaucoup trop de logements au cours de la phase d'expansion. Nous estimons le taux d'inoccupation à 7,5 %, ce qui dépasse considérablement le taux normal, soit 5,8 % (figure 19). Les constructeurs ont érigé 2,3 millions de logements de plus que le nombre qu'ils pouvaient raisonnablement s'attendre à vendre, compte tenu des besoins démographiques des États-Unis. Pendant ce temps, les ravages de la récession économique ont été si importants que le nombre de ménages est inférieur d'un demi-million au chiffre qu'annonçaient les données démographiques. Les gens reportent leur départ du foyer ou partagent un logement avec des colocataires. Tout compte fait, il en résulte un excédent de 2,8 millions de logements⁴, soit beaucoup trop (figure 20).

À quelle vitesse le marché peut-il absorber ces logements vacants ? Il est difficile de répondre à cette question, qui est tributaire de nombreuses hypothèses. Il se forme naturellement de 1 million à 1,4 million de ménages par année, quoique leur nombre ait été très inférieur à ce chiffre ces dernières années. Si l'on suppose que la formation de ménages reviendra à son niveau normal et que la construction augmentera aussi, nous pouvons au mieux émettre l'hypothèse qu'il faudra encore trois ou quatre ans avant que soient écoulés ces stocks excédentaires (figure 21).

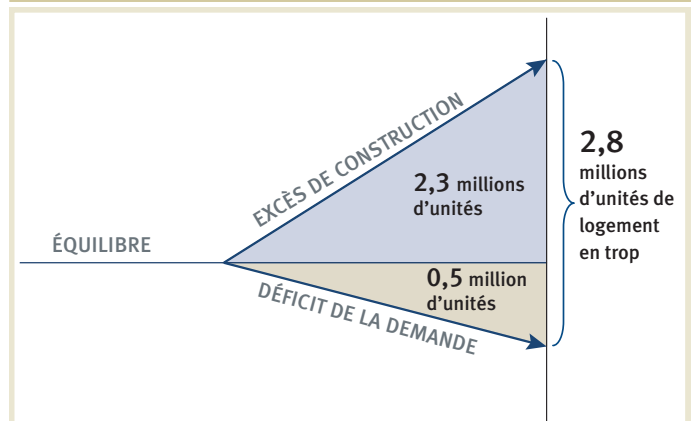
⁴ Cela concorde-t-il avec les estimations officielles quant aux stocks de logements nouveaux et existants ? Non. Il y a peu d'avantages à faire une distinction entre les stocks de logements nouveaux et existants, car les uns et les autres constituent un excédent d'habitations. Le concept de stocks de logements existants est particulièrement équivoque, car le vendeur habite normalement son logement jusqu'à ce qu'il soit vendu, et de nombreux ménages attendent que les conditions du marché s'améliorent avant de mettre leur logement en vente.

Figure 19 : Taux d'inoccupation des logements aux États-Unis



Nota : Le taux d'inoccupation inclut les propriétés à vendre et à louer et exclut les propriétés récemment louées ou vendues, celles qui ne sont utilisées qu'occasionnellement et dont l'occupation est temporaire ou saisonnière.
Sources : Harver Analytics, RBC GMA

Figure 20 : Surplus du stock de logements



Source : RBC GMA

Les stocks cachés

Hélas, ces données ne tiennent pas compte de la masse énorme de l'iceberg que sont les stocks se trouvant sous la surface. Plus de 4 % des débiteurs hypothécaires américains font face à une saisie, plus de 10 % sont en défaut de paiement et 29 % des logements individuels grevés d'une hypothèque ont une valeur nette inférieure au montant de la dette hypothécaire (figure 22). Le calcul devient rapidement infaisable⁵, mais qu'il suffise de

⁵ Il y a plusieurs complications. Comme bon nombre des hypothèques en souffrance ou donnant lieu à une saisie s'élèvent aussi à un montant supérieur à la valeur nette du logement concerné, il y a risque de comptage double. De même, les logements inoccupés pris en compte dans ces calculs ont déjà été comptabilisés dans l'évaluation précédente des stocks. Certains ménages trouvent une manière de tenir le coup et d'éviter que leur logement soit laissé vacant. En revanche, il y a des logements dont l'hypothèque est entièrement remboursée aujourd'hui et qui, en raison d'éventuelles circonstances défavorables, viendront s'ajouter aux décombres. Soulignons également que, puisque les ménages doivent habiter quelque part, l'effet net sur les stocks devrait être moins important que l'effet brut.

Figure 21 : Dynamique de l'offre et la demande du marché du logement des États-Unis
(en milliers d'unités de logement)

	2011	2012	2013	2014	2015
Stock de logements					
Excès d'offre	2336	1660	1210	685	385
Très faible demande	504	800	700	500	300
Surplus du stock de logements au début de l'année	2840	2460	1910	1185	685
Offre de logements					
Nouvelles constructions	600	750	900	1200	1200
Détérioration naturelle des logements	-250	-250	-250	-250	-250
Nouvelle offre, nombre net	350	500	650	950	950
Demande de logements					
Formation théorique de ménages*	1026	950	1175	1250	1400
Recouvrement de la diminution de la demande	-296	100	200	200	200
Nouvelle demande, nombre net	730	1050	1375	1450	1600
Variation nette					
Demande, déduction faite de l'offre	380	550	725	500	650
Surplus du stock de logements à la fin de l'année	2460	1910	1185	685	35

* Calcul basé sur les besoins démographiques.

Sources : Haver Analytics, RBC GMA

dire que plusieurs millions de logements saisissables pourraient devenir vacants et s'ajouter aux stocks. Certains experts ont estimé qu'il faudra entre cinq et sept ans pour écouler ces stocks.

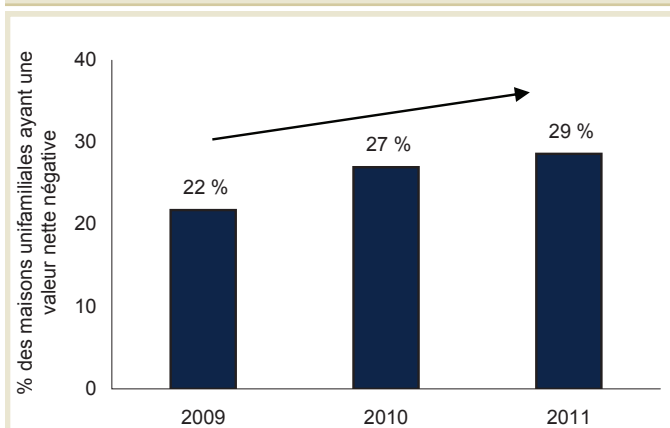
Entre-temps, les logements saisis se vendent à un prix compris entre 65 % et 70 % de celui des logements équivalents non saisis ; tant que durera ce processus, il ralentira le rythme d'appréciation du prix des logements.

Facteurs d'amélioration

Quelques facteurs d'amélioration pourraient faciliter ce processus d'absorption. La divergence entre les marchés régionaux du logement en est un. Certains marchés régionaux sont en meilleur état que d'autres et verront se manifester une demande de nouveaux logements même si d'autres régions ont de la difficulté à corriger leurs excès antérieurs. Le fait que près de la moitié du total des saisies ont eu lieu dans à peine 10 % des districts de recensement du pays est révélateur.

Toutefois, cet argument a ses limites. Nos calculs donnent à entendre qu'au pays, seuls deux États ont un marché du logement plus vigoureux que la norme et dix seulement sont proches de la norme. Et si plusieurs arrivent à connaître de légères améliorations, un coup d'œil sur les quatre États les plus importants permet de voir qu'ils restent relativement faibles et que leurs points communs sont plus nombreux que leurs différences (figure 23). Ailleurs, l'indice Case-Shiller des

Figure 22 : Nombre croissant de logements ayant une valeur nette négative



Sources : Haver Analytics, RBC GMA

prix des habitations révèle qu'une minorité de villes seulement peut se vanter d'enregistrer continuellement des hausses de prix des logements.

Les diverses propositions du gouvernement en vue de raviver le marché du logement pourraient aider : elles vont de l'effacement de dette lorsque l'hypothèque dépasse la valeur nette du logement à la destruction obligatoire de logements vacants, en passant par des ententes en vue de faciliter la location des logements saisis et le contournement du processus de saisie, afin que les 51 % de débiteurs hypothécaires payant plus qu'un point de pourcentage de plus que le taux hypothécaire

en vigueur puissent obtenir de meilleures conditions. La Réserve fédérale américaine a récemment fait ses propres propositions ; il est aussi question d'une réorganisation de la Federal Housing Finance Agency afin d'accélérer le processus. Malheureusement, ces solutions ne sont pas très faciles à appliquer, car il existe une concoction maléfique à base de prêteurs, de fournisseurs de services et de détenteurs de titres adossés à des créances hypothécaires. Les décideurs travaillent durement à la résolution de cette question depuis plusieurs années, mais sans grand succès.

Enfin, il faudra encore au moins quelques années pour écouler les stocks excédentaires de logements. Aussi longtemps qu'existera cet excédent, les activités de construction pourront difficilement prendre un nouvel élan, et le marché restera propice aux acheteurs.

L'histoire donne des indices mitigés

Que nous enseigne le passé en ce qui a trait à la tendance probable du marché du logement actuel ? Le FMI a constaté qu'à l'échelle internationale, le recul médian des prix des logements dure un peu plus de quatre ans. Si cette indication est valable, peut-être la reprise pourrait-elle commencer sur-le-champ, car l'actuel repli dure déjà depuis plus de cinq ans.

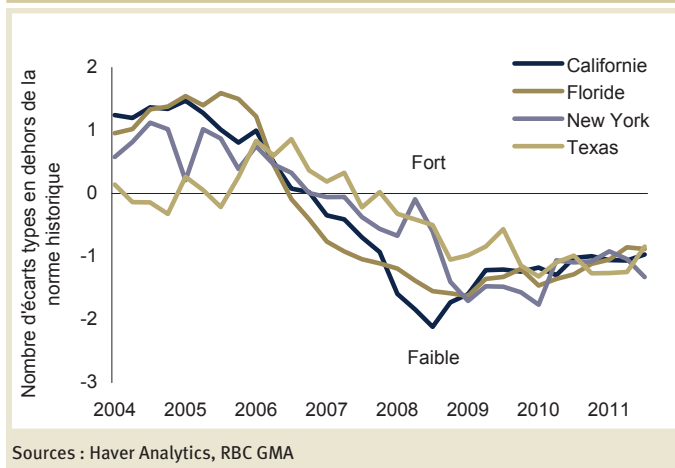
Toutefois, aux États-Unis, la reprise précédente s'est située au 90^e centile des remontées et sa durée a été plus du double de la période habituelle. Normalement, les replis sont à peu près proportionnels à la reprise précédente, ce qui signifie que l'état léthargique actuel pourrait durer de sept à dix ans, si ce modèle s'avère. Peut-être connaissons-nous encore quelques années de stagnation après tout.

Prêts pour le décollage ?

Notre analyse recèle une bonne et une mauvaise nouvelle. La bonne nouvelle tient au fait que la plupart des indicateurs relatifs au logement semblent avoir touché un plancher et que certains sont même en progression. Les loyers montent, l'équipement de construction est en demande et les constructeurs perçoivent une légère amélioration des conditions. L'accessibilité est très bonne, ce qui prouve que la baisse des prix a fait son effet, et quel effet !

Alors, sommes-nous prêts pour une envolée ? Pas tout à fait, malheureusement. Les conditions de crédit sont encore très strictes et ne seront sans doute pas beaucoup assouplies, car les banques réduisent leur endettement et les propriétaires ont

Figure 23 : La faiblesse du marché du logement est étonnamment uniforme dans les principaux États



de la difficulté à honorer leurs versements hypothécaires. Le climat psychologique reste sombre sur le marché du logement, et il faudra pas mal de temps avant que le désespoir cède la place à l'optimisme. Le niveau des stocks est beaucoup trop élevé selon les normes classiques et il l'est encore plus compte tenu des énormes stocks de logements cachés.

Bien que les conditions de crédit et le climat psychologique qui règne sur le marché puissent théoriquement changer du jour au lendemain, le marché ne pourrait résolument remonter avant encore quelques années, étant donné la dure réalité que représentent les trop nombreux logements et le nombre insuffisant de ménages.

Par contre, nous estimons que le marché a probablement touché un plancher et que les bases d'une remontée progressive se mettent en place. En ce qui concerne les activités de construction, les ventes de logements et, finalement, les prix des logements, de modestes gains sont à l'ordre du jour⁶. Réjouissons-nous de ces résultats, qui marquent la fin d'une période au cours de laquelle le marché du logement a exercé une forte ponction sur l'économie. Par contre, les conditions ne sont sans doute pas assez bonnes pour générer le dynamisme qui permettrait à l'économie d'enregistrer mieux qu'une faible croissance. Le marché du logement est encore loin de connaître une pleine effervescence.

⁶ En pourcentage, ces gains pourraient même sembler impressionnants, mais seraient principalement attribuables au faible niveau absolu d'activité.

Le présent rapport a été préparé par RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. (RBC GMA) à titre d'information seulement et ne doit pas être reproduit, distribué ou publié sans le consentement écrit préalable de RBC GMA. Les renseignements y figurant ne constituent pas des conseils juridiques, comptables, fiscaux, financiers, ni des conseils de placement ou autres, et ne devraient pas être considérés comme tels. RBC GMA prend des mesures raisonnables pour fournir des renseignements à jour, exacts et fiables, et croit qu'ils le sont au moment de leur impression. En raison de la possibilité que survienne une erreur humaine ou mécanique ainsi que d'autres facteurs, notamment des inexactitudes techniques et des erreurs ou omissions typographiques, RBC GMA décline toute responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions que pourrait contenir le présent document. RBC GMA se réserve le droit, à tout moment et sans préavis, de corriger ou de modifier les renseignements, ou de cesser de les publier.

Tout renseignement prospectif sur les placements ou l'économie contenu dans le présent rapport a été obtenu par RBC GMA auprès de plusieurs sources. Les renseignements obtenus de tiers sont jugés fiables, mais ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'en garantit explicitement ou implicitement l'exactitude, l'intégralité ou la pertinence. RBC GMA et ses sociétés affiliées n'assument aucune responsabilité à l'égard des erreurs ou des omissions.

Les opinions et les estimations que renferme ce document représentent notre jugement à la date indiquée et peuvent être modifiées sans préavis ; elles sont fournies de bonne foi, mais n'impliquent aucune responsabilité légale. Dans la mesure autorisée par la loi, ni RBC GMA, ni ses sociétés affiliées, ni aucune autre personne n'assument une responsabilité quelconque à l'égard de toute perte découlant directement ou indirectement de l'utilisation des renseignements prospectifs que contient ce document. Les taux d'intérêt et les conditions du marché peuvent changer.

NOTE SUR LES ÉNONCÉS PROSPECTIFS

Le présent rapport peut contenir des déclarations prospectives au sujet des rendements futurs, stratégies ou perspectives, ainsi que sur les mesures qui pourraient être prises. L'emploi des modes conditionnel ou futur et des termes « pouvoir », « se pouvoir », « devoir », « s'attendre à », « soupçonner », « prévoir », « croire », « planifier », « anticiper », « évaluer », « avoir l'intention de », « objectif » ou d'expressions similaires permet de repérer les déclarations prospectives. Les déclarations prospectives ne garantissent pas le rendement futur. Les déclarations prospectives comportent des incertitudes et des risques inhérents quant aux facteurs économiques généraux, de sorte qu'il se peut que les prédictions, les prévisions, les projections et les autres déclarations prospectives ne se réalisent pas. Nous vous recommandons de ne pas vous fier indûment à ces déclarations, puisqu'un certain nombre de facteurs importants pourraient faire en sorte que les événements ou les résultats réels diffèrent considérablement de ceux qui sont mentionnés, explicitement ou implicitement, dans les déclarations prospectives. Ces facteurs comprennent notamment les facteurs généraux d'ordre économique et politique ou liés au marché du Canada, des États-Unis et du monde entier, les taux d'intérêt et les taux de change, les marchés mondiaux des actions et des capitaux, la concurrence, les évolutions technologiques, les changements législatifs et réglementaires, les décisions judiciaires et administratives, les actions en justice et les catastrophes. La liste de facteurs essentiels ci-dessus, qui peut avoir une incidence sur les résultats futurs, n'est pas exhaustive. Avant de prendre une décision de placement, nous vous invitons à prendre en compte attentivement ces facteurs et les autres facteurs pertinents. Toutes les opinions contenues dans les déclarations prospectives sont sujettes à changement sans préavis et sont fournies de bonne foi, mais sans responsabilité légale.

® / MC Marque(s) de commerce de la Banque Royale du Canada, utilisation sous licence. © RBC Gestion mondiale d'actifs Inc. 2012.

