

16 juillet 2013

Hausse des taux obligataires et hypothécaires : un frein pour la reprise du marché américain de l'habitation?

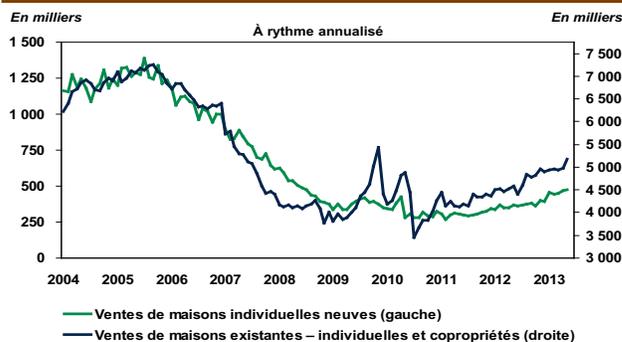
Le marché de l'habitation est en progression aux États-Unis. Les ventes de maisons sont en hausse, les mises en chantier reviennent vers des niveaux plus acceptables et les prix ont augmenté de 13,5 % depuis le creux de 2012. À première vue, le récent bond des taux d'intérêt obligataires et hypothécaires pourrait menacer cette reprise. Toutefois, tant que les conditions économiques générales s'améliorent et que les conditions de crédit s'assouplissent, l'effet net ne devrait pas mettre en danger le marché de l'habitation, et ce, même si les taux d'intérêt augmentent plus qu'anticipé.

LA REPRISE

Elle s'est fait attendre, mais la reprise du marché américain de l'habitation semble enfin bien enclenchée. Alors que la récession qui a frappé les États-Unis en 2008 et en 2009 a duré six trimestres, celle qui a touché spécifiquement le secteur résidentiel aura été bien plus longue. La bulle immobilière a éclaté en 2005, et la reprise n'a commencé à se manifester réellement qu'en 2010 ou 2011 selon les indicateurs. Depuis leur creux, les ventes de maisons neuves individuelles ont augmenté de 76,3 %, tandis que les ventes de maisons existantes ont progressé de 50,1 % (graphique 1). Les niveaux récemment atteints demeurent cependant modestes par rapport au sommet du milieu des années 2000. De leur côté, les mises en chantier reprennent aussi de la vigueur. Elles ont presque doublé depuis leur creux de 2009 et se rapprochent de plus en plus d'un niveau normal. Le résultat de mai 2013 ne représente néanmoins que 40 % de celui de janvier 2006, reflet d'une reprise atypique (graphique 2). La remontée des mises en chantier fait en sorte que les constructeurs de maisons sont de plus en plus confiants; l'indice NAHB suggère que d'autres progressions du marché des maisons neuves sont à venir (graphique 3 à la page 2).

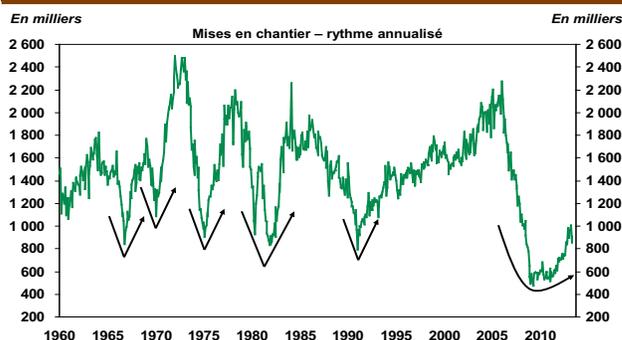
La déroute du marché de l'habitation a aussi grandement éprouvé la valeur des maisons. L'indice S&P/Case-Shiller des prix des maisons existantes dans 20 grandes villes des États-Unis a chuté de 33,8 % entre le sommet d'avril 2006

Graphique 1 – Les ventes de maisons s'améliorent peu à peu



Sources : U.S. Census Bureau, National Association of Realtors et Desjardins, Études économiques

Graphique 2 – La reprise des mises en chantier s'est fait attendre



Sources : U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

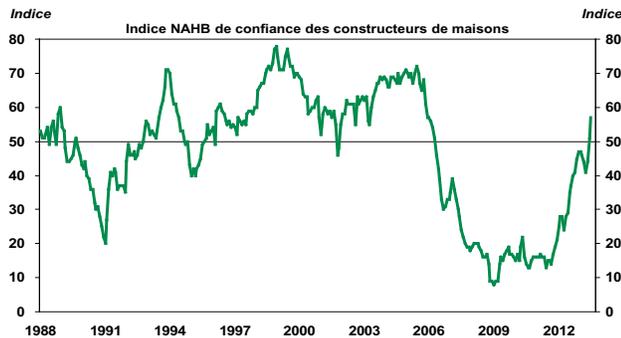
François Dupuis
Vice-président et économiste en chef

Yves St-Maurice
Directeur principal et économiste en chef adjoint

514-281-2336 ou 1 866 866-7000, poste 2336
Courriel : desjardins.economie@desjardins.com

Francis Généreux
Économiste principal

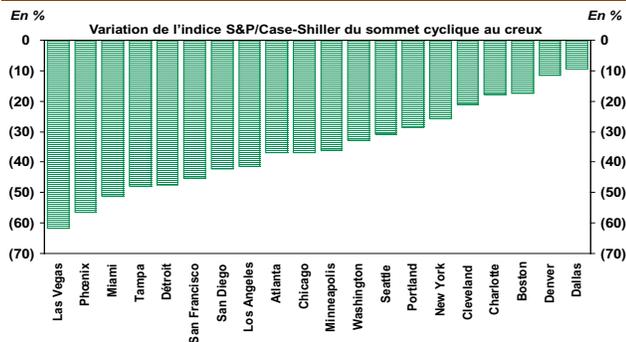
Graphique 3 – La confiance des constructeurs s'améliore



Sources : U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

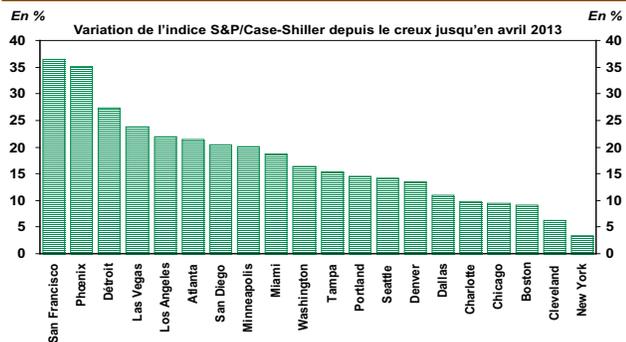
et le creux de janvier 2012. Le marché baissier aura duré 69 mois! Certaines régions ont été plus affectées par l'éclatement de la bulle et, conséquemment, par les saisies de maisons et les ventes forcées. On pense aux villes de la Floride, de l'Arizona, du Nevada et de la Californie (graphique 4). Ces mêmes endroits sont, heureusement, aussi ceux qui montrent maintenant la plus grande poussée des prix (graphique 5). Dans son ensemble, l'indice S&P/Case-Shiller affiche maintenant une hausse de 13,5 %.

Graphique 4 – La chute des prix des maisons existantes a été très grave dans plusieurs villes...



Sources : Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

Graphique 5 – ...mais la plupart des mêmes villes connaissent maintenant un rebond des prix des maisons



Sources : Standard & Poor's et Desjardins, Études économiques

La reprise de l'activité au sein du marché de l'habitation a des conséquences nettement positives pour l'économie américaine. Après cinq années de ponctions et un apport neutre en 2011, l'investissement résidentiel a enfin contribué positivement à la croissance du PIB réel américain en 2012. La hausse des prix des propriétés a aussi des effets positifs sur la croissance par le biais d'une amélioration de la valeur nette des ménages. Celle-ci amène un effet de richesse bénéfique pour la confiance et la consommation.

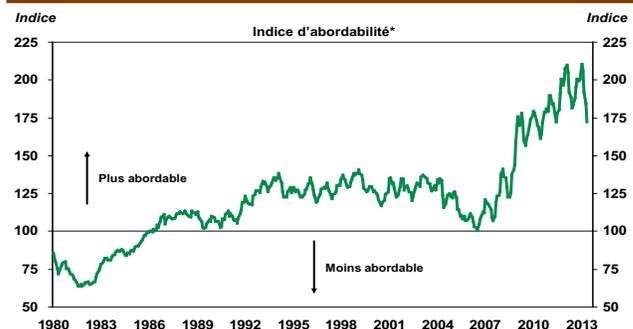
LES FACTEURS DE CROISSANCE

Outre la tendance haussière qui doit normalement se dégager une fois l'assainissement du marché effectué, plusieurs éléments ont favorisé la reprise du marché de l'habitation dont :

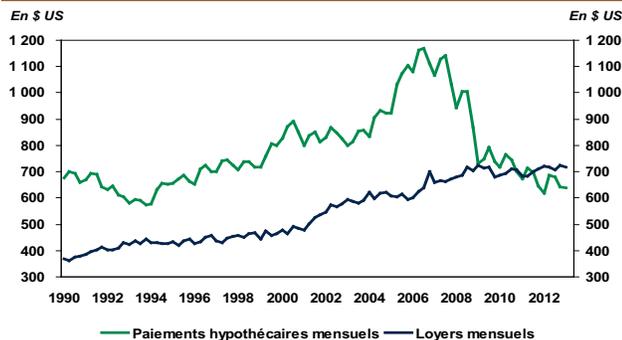
- La baisse et la faiblesse des prix des maisons.
- La faiblesse des taux d'intérêt hypothécaires.
- L'amélioration de l'économie et du marché du travail.
- La démographie et la formation de ménages.
- L'assouplissement des conditions de crédit.

Les trois premiers facteurs énumérés ont sûrement eu le plus grand rôle à jouer dans la reprise cyclique du marché. La chute des prix des maisons et la baisse des taux d'intérêt hypothécaires à un creux historique ont permis une plus grande accessibilité au marché immobilier. Au sommet de la bulle, l'indice d'abordabilité de la National Association of Realtors montrait une situation particulièrement difficile. L'assainissement du marché a fait en sorte que cette situation s'est complètement renversée et, selon l'indice, les maisons n'ont jamais été aussi abordables pour un ménage au revenu médian que lors de l'hiver dernier (graphique 6). Depuis 2011, les paiements hypothécaires mensuels sont devenus moins onéreux (sans compter les taxes et autres frais liés à la propriété) que le loyer médian (graphique 7 à la page 3)! L'amélioration de l'abordabilité a été longue avant de porter ses fruits et de convaincre les ménages à

Graphique 6 – Les maisons sont devenues très abordables



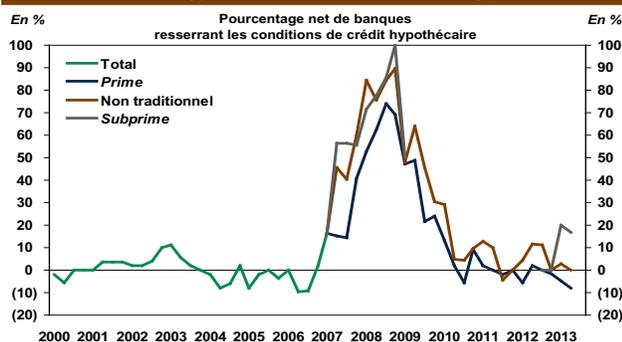
* Lorsque l'indice se situe à 100, un ménage au revenu médian peut faire l'acquisition d'une maison au prix médian (en supposant un acompte de 20 %).
Sources : National Association of Realtors et Desjardins, Études économiques

Graphique 7 – Les paiements hypothécaires sont moins chers qu'un loyer


Sources : U.S. Census Bureau, National Association of Realtors et Desjardins, Études économiques

recommencer à acheter une maison. Même une fois la récession terminée, les Américains continuaient d'être affectés par le peu d'amélioration du marché du travail, par la faiblesse de la confiance et par les troubles continus du marché hypothécaire. À mesure que ces nuages se sont dissipés, l'effet porteur d'une abordabilité plus grande est devenu plus évident.

Certains freins demeurent cependant en place. À l'égard du resserrement des conditions de crédit qui s'est effectué entre 2007 et 2010, les institutions financières n'ont pas beaucoup relâché leurs exigences, bien qu'un assouplissement soit en cours, notamment pour les emprunteurs avec un bon dossier de crédit (graphique 8). Toutefois, il faut souligner que le marché du crédit hypothécaire est encore loin de s'être pleinement rétabli. Encore près de 20 % des prêts hypothécaires ont un solde plus élevé que la valeur des maisons qui y sont rattachées. Plus de 7 % des prêts hypothécaires sont en retard. L'encours des titres financiers liés à des hypothèques émis par le privé n'est qu'à 40 % de celui de 2007, et les nouvelles émissions sont pratiquement inexistantes. Devant ces problèmes, le gouvernement fédéral américain et ses grandes agences hypothécaires ont dû prendre une place prépondérante dans le financement des

Graphique 8 – Bien qu'elles s'assouplissent, les conditions de crédit hypothécaire demeurent contraignantes


Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

nouvelles hypothèques et dans l'accessibilité à de meilleures conditions de refinancement.

LA HAUSSE RÉCENTE DES TAUX D'INTÉRÊT

Avec la baisse du prix des maisons, le recul et la faiblesse des taux d'intérêt sont à la source de l'amélioration de l'accessibilité au marché immobilier. À l'été de 2006, le taux d'intérêt moyen sur les hypothèques était de 6,76 %, il est tombé jusqu'à 3,28 % en décembre 2012. Cette chute reflète la baisse des taux de rendement sur le marché obligataire américain. Ainsi, de leur sommet cyclique à leur creux de l'an dernier, les taux sur les obligations fédérales d'une échéance de 10 ans sont passés de 5,23 % à 1,47 % et ceux des obligations de 30 ans, de 5,29 % à 2,53 %. La crise financière, la récession, la lenteur de la reprise économique, la faiblesse des pressions inflationnistes, l'effet de valeur refuge du marché obligataire américain et la politique très expansionniste de la Réserve fédérale américaine (Fed) sont les principaux facteurs du recul des taux d'intérêt sur le marché à revenu fixe.

Cette tendance à la baisse des taux d'intérêt a maintenant pris fin. Une croissance économique un peu plus solide et l'atténuation des pressions financières provenant de la crise européenne ont permis de stabiliser les taux et d'amorcer une hausse au cours des premiers mois de 2013. De nouvelles hésitations économiques ont ramené les taux à la baisse au début du printemps, mais les perspectives que la Fed modère sa politique monétaire très expansionniste ont amené une forte poussée des taux à partir du début du mois de mai. Conséquemment, le taux d'intérêt des hypothèques fixes de 30 ans est passé de 3,59 % au tout début de mai à 4,68 % au début de juillet, le plus haut en 2 ans (graphique 9).

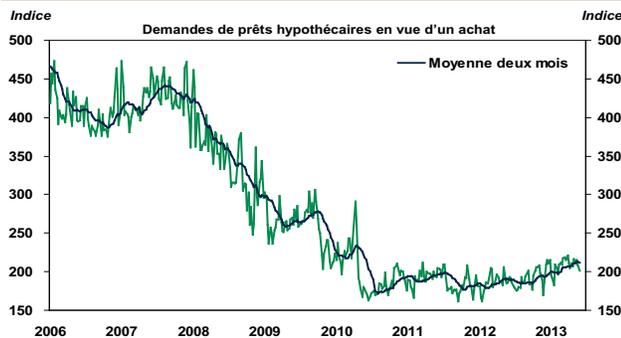
Graphique 9 – Les taux d'intérêt hypothécaires ont augmenté


Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

CONSÉQUENCES DE LA HAUSSE DES TAUX

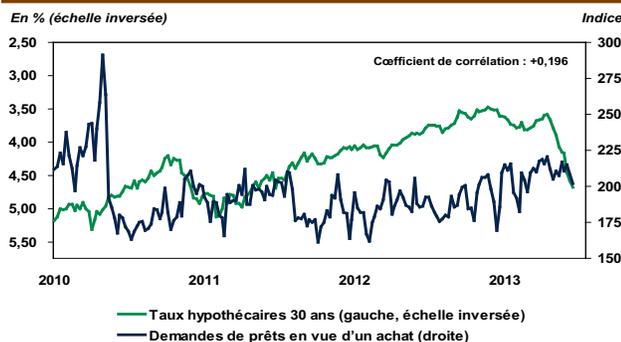
Il y a un risque que cette hausse provoque un arrêt prématuré de la reprise du marché immobilier, mais cette éventualité semble peu probable. Le resserrement des conditions de crédit et la faiblesse de l'offre de prêts par les institutions financières durant la période post-récession ont fait en sorte que les demandes de prêts hypothécaires en vue d'un achat de maisons ont peu réagi à la faiblesse des taux (graphiques 10 et 11). Ce sont plutôt les demandes de refinancement qui suivent d'assez près l'évolution des taux d'intérêt hypothécaires (graphiques 12 et 13). On remarque que la corrélation (négative) entre les mouvements de taux et les demandes de refinancement est très grande, incluant l'épisode récent de la hausse des taux qui a fait chuter les demandes de refinancement à leur plus bas niveau depuis l'été 2011. La hausse des taux, si elle se poursuit, devrait donc surtout affecter le refinancement, mais peu la demande globale pour les maisons.

Graphique 10 – Les demandes de prêts hypothécaires en vue d'un achat n'ont pas encore réagi



Sources : Mortgage Bankers Association et Desjardins, Études économiques

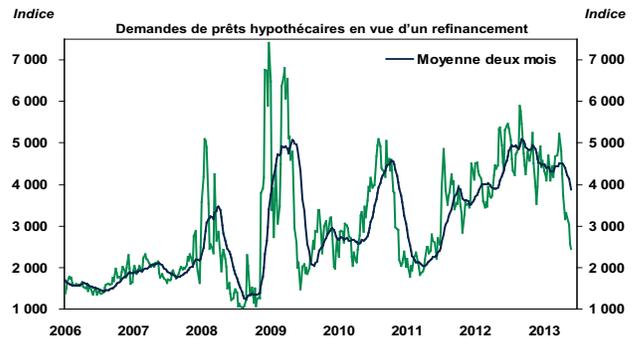
Graphique 11 – Le lien entre l'évolution des taux d'intérêt et les demandes de prêts en vue d'un achat est mince



Sources : Mortgage Bankers Association et Desjardins, Études économiques

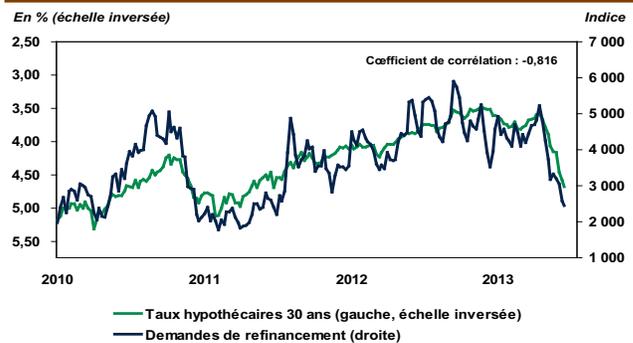
Les conséquences de l'augmentation des taux d'intérêt dépendent évidemment de sa vitesse et de son amplitude. Le mouvement récent a été assez abrupt avec une augmentation de plus de 100 points de base du taux des hypothèques

Graphique 12 – Les fluctuations des demandes de refinancement hypothécaire sont plus grandes



Sources : Mortgage Bankers Association et Desjardins, Études économiques

Graphique 13 – La hausse des taux fait plonger les demandes de refinancement hypothécaire



Sources : Mortgage Bankers Association et Desjardins, Études économiques

de 30 ans en deux mois. Notre scénario concernant les taux obligataires suppose une accalmie pour les prochains trimestres compatible avec le discours des dirigeants de la Fed qui tentent de modérer les anticipations des marchés financiers envers une fin trop hâtive de la politique monétaire expansionniste. La Fed devrait ralentir ses achats de titres obligataires (incluant les obligations hypothécaires garanties par les agences fédérales) à partir de l'automne 2013, mais le mouvement devrait être graduel. La récente hausse des taux de marché se présente surtout comme une anticipation de cette décision qui n'est même pas encore prise par la Fed. Selon une étude du Fonds monétaire international, les achats de titres par la Fed ont amené une baisse cumulative entre 100 et 200 points de base des taux obligataires de 10 ans¹. Bien que la Fed devrait continuer d'acheter des titres pendant encore un an (et il n'est même pas question qu'elle se départe des titres acquis par la suite), les marchés ont déjà réagi à la fin éventuelle du programme quantitatif. Les mouvements de taux devraient être donc plus modérés

¹ Fonds monétaire international, « Unconventional Monetary Policies – Recent Experience and Prospects », 18 avril 2013, www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/041813a.pdf.

par la suite. Notre scénario de base table sur une hausse supplémentaire de seulement 20 points de base d'ici la fin de 2014². Le même mouvement est prévu pour les taux de 30 ans (graphique 14).

Graphique 14 – Les taux d'intérêt devraient se montrer plus stables au cours des prochains trimestres



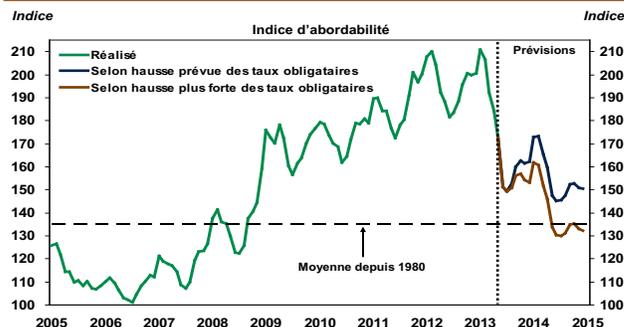
Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

La majeure partie des hausses de taux obligataires et hypothécaires semble donc déjà derrière nous. Ce mouvement, conjugué à la poursuite de l'augmentation des prix des maisons, devrait amener une baisse de l'abordabilité telle que calculée par l'indice de la National Association of Realtors. Le recul, prononcé à très court terme, se stabilisera par la suite et, généralement, l'indice d'abordabilité suggère que la hausse des taux ne nuira pas trop à l'accessibilité au marché de l'habitation. Même une hausse beaucoup plus prononcée et soutenue des taux d'intérêt ne serait pas trop grave. Un scénario plus extrême où les taux obligataires et hypothécaires augmenteraient de 25 points de base par trimestre d'ici la fin de 2014, ne ferait que ramener le taux d'abordabilité sur sa moyenne des trois dernières décennies (graphique 15). Un tel scénario implique qu'au terme de 2014, les taux des obligations fédérales de 10 ans seraient à 4,00 %, celles de 30 ans à 5,00 % et le taux des hypothèques de 30 ans se situerait à 6,00 %, soit au-dessus du niveau du printemps 2011 et avant la crise du plafond de la dette et l'annonce de mesures d'assouplissement supplémentaires de la Fed. Une telle hausse des taux n'est évidemment ni souhaitée ni envisagée, mais elle ne serait pas désastreuse non plus.

CONCLUSION

Il semble donc que le marché américain de l'habitation est capable de surmonter une hausse des taux d'intérêt si celle-ci est le reflet d'une amélioration de l'économie. Si

Graphique 15 – L'abordabilité reviendrait à un niveau plus normal avec la hausse des taux



Sources : National Association of Realtors et Desjardins, Études économiques

les taux montent, mais que l'économie et le marché du travail recommencent à faiblir, les ventes de maisons seront évidemment secouées. Toutefois, un nouveau ralentissement économique ferait réagir à la fois la Fed et les investisseurs; la remontée des taux sera alors vite avortée pour faire place à un autre mouvement baissier. Donc, tant que l'économie s'accélère et tant que les conditions de crédit hypothécaire s'assouplissent, le marché américain de l'habitation poursuivra son retour vers un niveau d'activité plus normal, ce qui, par ricochet, aidera la situation des ménages et l'économie en général. Le cercle vicieux qui a fait tant de mal pendant la crise peut maintenant devenir, dans une certaine mesure, un moteur de croissance.

Francis Généreux
 Économiste principal

² Desjardins, Études économiques, La Courbe de rendement, « La Réserve fédérale américaine fait le pari de la transparence », 27 juin 2013, www.desjardins.com/fr/a_propos/etudes_economiques/previsions/courbe-rendement/cr1306.pdf.