



Pulse

Stratégie Globale de Marché, NIM Solutions

novembre 2023

Le secteur de l'immobilier américain : une épée de Damoclès ?

Le marché immobilier américain fait l'objet de toutes les attentions. La place centrale qu'il occupe au sein du tissu économique et le traumatisme lié à la grande crise de 2008 ont conduit les investisseurs à redoubler de vigilance vis-à-vis de ce secteur en particulier dans un contexte de taux élevés. Faut-il craindre de nouvelles secousses qui se solderaient par un stress de marché ? Le marché immobilier américain est-il dans le même état qu'en 2008 ? Il est clair aujourd'hui que deux trajectoires quasi dichotomiques se dessinent sous nos yeux : celle de l'immobilier résidentiel et celle de l'immobilier commercial. Nous proposons quelques clés de lecture pour mieux comprendre les dynamiques respectives de ces deux marchés.

Immobilier résidentiel : tout est question d'offre

Les taux des prêts immobiliers aux États-Unis ont atteint leur plus haut niveau depuis 2002, tutoyant 8,0% pour les prêts d'une durée de 30 ans. Le renchérissement des conditions financières trouve son origine dans la hausse des taux d'intérêts directeurs de la Fed. Cette pression haussière sur les taux a accru les difficultés d'accès à la propriété, en particulier pour les primo-accédants. On peut se demander à quel point ce niveau de taux hypothécaire constitue un facteur bloquant pour un ménage souhaitant acquérir un logement. En décembre 2019, le taux hypothécaire américain à 30 ans s'élevait à 3,7% et cette échéance est privilégiée par 70%¹ des emprunteurs américains ce qui les rend naturellement très sensibles à toute variation de taux d'intérêt. Avec le taux actuel proche de 8% et le prix médian actuel d'une maison individuelle de 406 700\$², un ménage américain devra payer environ 450 000\$ d'intérêts sur 30 ans contre 230 000\$ fin 2019. Ses mensualités augmenteront de 34% et la charge d'intérêts passera de 57% à 111% du principal.

Or, il est utile de rappeler que le ménage américain est désormais endetté à taux fixe³, ce qui contraste avec la crise financière de 2008 où les prêts hypothécaires à taux variables constituaient une grande partie des nouveaux prêts. Les ménages propriétaires, disposant d'un crédit à un taux nettement inférieur aux taux actuels, n'ont donc aucune incitation à vendre leur propriété pour en acheter une nouvelle. Ceci contribue donc à réduire l'offre de biens disponibles à vente sur le marché de l'existant. En effet, on dénombre actuellement environ 1 million de maisons individuelles disponibles à la vente contre une moyenne pré-

covid de plus de 2 millions. L'immobilier neuf profite de la rareté de l'ancien. Les ventes de maisons neuves, dont le prix baisse de 9% sur un an (du fait de la normalisation du prix des matériaux de construction), affichent une hausse de 31,5% (en glissement annuel)⁴. Cette dichotomie entre offre et demande stabilise le marché qui progresse de presque 2% sur un an (neuf et ancien confondus). En somme, le marché de l'immobilier résidentiel demeure sous tension en raison d'un décalage entre une offre déficitaire et une demande qui ne faiblit pas et reste même soutenue par un marché du travail qui ne montre aucun signe de faiblesse. L'ajustement observé sur les prix correspond à l'effacement d'une situation d'exagération post-covid. En somme, pas de péril en la demeure...

Immobilier commercial : un château de cartes ?

À la différence de l'immobilier résidentiel, les acteurs du marché de l'immobilier commercial financent leur activité avec des prêts d'une durée allant de 5 à 7 ans. Ces crédits sont refinancés par tranche, chaque année, par les entreprises propriétaires et sont renégociés selon les conditions financières du moment. Mais, une conjonction de facteurs négatifs est venue contrarier ce modèle de financement qui pourrait être jugé de court-termiste.

La vacance locative liée au télétravail devient un paramètre déterminant. L'ère du « Work From Home » amorcée durant l'épidémie de Covid-19 s'est maintenant démocratisée provoquant une chute le taux d'occupation⁵. Dans plusieurs grandes villes des États-Unis (New-York, Philadelphie ou Los Angeles par exemple) ce dernier avoisine 50%. Les entreprises renégocient donc leurs baux⁶ pour de plus petites surfaces faisant alors augmenter le taux de vacance⁷ locative pour les bailleurs.

Côté offre, les bailleurs subissent des vents contraires au passif comme à l'actif. La faiblesse de la demande, liée aux vacances locatives croissantes, pousse les loyers à la baisse affectant les chiffres d'affaires et in fine l'actif. Au fil des échéances de crédit, les propriétaires doivent refinancer leur dette, dans un contexte où le niveau des taux actuels augmente la charge du passif, alors même que des tensions sur les revenus locatifs existants se manifestent. Les banques créancières de ces projets exigent alors de meilleures

¹ Source : Bloomberg

² Source : Bloomberg

³ 95% des ménages américains sont endettés à taux fixe (source : MBA).

⁴ Source : Bloomberg

⁵ Taux d'utilisation effectifs des bureaux loués.

⁶ Les baux usuels d'immobilier commercial sont d'une durée de 5 an renouvelable sous conditions.

⁷ Taux de non-location de biens disponibles (à la différence du taux d'occupation).



garanties, notamment des ratios de LTV⁸ plus bas qu'auparavant obligeant les propriétaires à consacrer plus d'equity à ces projets, diluant ainsi leur rentabilité. Par ailleurs, l'activité immobilière commerciale est majoritairement financée par des banques régionales qui restent sous le feu des projecteurs depuis l'épisode de faillites en chaîne de mars 2023. Ces dernières sont donc poussées à être plus exigeantes quant aux garanties requises pour le financement de ces activités. Cela ajoute une pression supplémentaire sur les propriétaires qui pourraient de facto se retrouver en position de vente forcée face à l'impossibilité de refinancement de leur activité. En outre, la dynamique des prix dans ce secteur, qui sans surprise est orientée à la baisse, ne montre aucun signe de stabilisation ni même d'inflexion. Nos travaux montrent par ailleurs que la contrainte qu'exercent les niveaux actuels de taux d'intérêts continuera de pousser les prix à la baisse dégradant encore la situation financière des entreprises de ce secteur. Les marchés financiers ne sont pas restés indifférents face à ces risques latents. Les foncières cotées américaines (Bloomberg US REITS Index) ont chuté de 30% depuis leurs plus hauts de décembre 2021. Les indices de crédits hypothécaires commerciaux titrisés hors agences publiques (Bloomberg US CMBS ex Agencies)

ont également cédé 10% depuis fin 2021. Pour finir, les montants d'actifs CRE (Commercial Real Estate) dits « distressed » ont augmenté de plus de 10% sur le T1 2023 atteignant 64 Mds \$⁹.

Lorsque l'on évoque le secteur immobilier aux États-Unis, il est essentiel de distinguer le secteur résidentiel du secteur commercial. Comme attendu, et une fois purgés les excès post covid, les prix de l'immobilier résidentiel repartent à la hausse. L'immobilier commercial, dont la situation économique et financière s'est déjà nettement dégradée, n'a sans doute pas encore révélé toutes ses faiblesses. Les longs délais de transmission et la solidité du cycle américain permettent vraisemblablement à des acteurs de maintenir la tête hors de l'eau. Mais un affaiblissement conjoncturel, doublé de taux d'intérêt élevés, auxquels viennent s'ajouter les transformations structurelles en matière de taux d'occupation sont de nature à détériorer l'environnement du secteur de l'immobilier commercial. Des effets en cascade sur les banques régionales, ainsi que sur les propriétaires bailleurs sont à attendre probablement pour le début de l'année 2024.

⁸ Ratio dette/valeur vénale.

⁹ Source : Bloomberg



Mentions Légales

Le présent document est fourni uniquement à des fins d'information aux prestataires de services d'investissement ou aux autres Clients Professionnels ou Investisseurs Qualifiés et, lorsque la réglementation locale l'exige, uniquement sur demande écrite de leur part. Le présent document ne peut pas être utilisé auprès des clients non-professionnels. Il relève de la responsabilité de chaque prestataire de services d'investissement de s'assurer que l'offre ou la vente de titres de fonds d'investissement ou de services d'investissement de tiers à ses clients respecte la législation nationale applicable.

Pour obtenir un résumé des droits des investisseurs dans la langue officielle de votre juridiction, veuillez consulter la section de documentation légale du site web (im.natixis.com/intl/intl-fund-documents)

En France: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers International - Société de gestion de portefeuilles agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le n° GP 90-009, société anonyme immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738. Siège social: 43 avenue Pierre Mendès France, 75013 Paris.

Au Luxembourg: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A. – Société de gestion luxembourgeoise agréée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, société anonyme immatriculée au RCS de Luxembourg sous le numéro B115843. 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg.

En Belgique: Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers S.A., Belgian Branch, Gare Maritime, Rue Picard 7, Bte 100, 1000 Bruxelles, Belgique

En Suisse Le présent document est fourni par Natixis Investment Managers, Switzerland Sàrl, Rue du Vieux Collège 10, 1204 Genève, Suisse ou son bureau de représentation à Zurich, Schweizergasse 6, 8001 Zürich.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Investment Managers, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Les filiales de gestion et de distribution de Natixis Investment Managers mènent des activités réglementées uniquement dans et à partir des pays où elles sont autorisées. Les services qu'elles proposent et les produits qu'elles gèrent ne s'adressent pas à tous les investisseurs dans tous les pays.

Bien que Natixis Investment Managers considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, y compris celles des tierces parties, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

La remise du présent document et/ou une référence à des valeurs mobilières, des secteurs ou des marchés spécifiques dans le présent document ne constitue en aucun cas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente de valeurs mobilières, ou une offre de services. Les investisseurs doivent examiner attentivement les objectifs d'investissements, les risques et les frais relatifs à tout investissement avant d'investir. Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de (des) l'auteur (s) référencé(s). Elles sont émises à la date indiquée, sont susceptibles de changer et ne sauraient être interprétées comme possédant une quelconque valeur contractuelle.

Le présent document ne peut pas être distribué, publié ou reproduit, en totalité ou en partie.

Tous les montants indiqués sont exprimés en USD, sauf indication contraire.

Natixis investment managers peut décider de cesser la commercialisation de ce fonds conformément à la législation applicable.