

**L'IMMOBILIER
AUX US ET EN
CHINE ; UN
RISQUE POUR
LE CYCLE
ÉCONOMIQUE**



L'IMMOBILIER AU COEUR DU CYCLE ÉCONOMIQUE

- En septembre 2007, Ed Leamer, un économiste de UCLA aux **USA**, montrait que **8 des 10 récessions** de l'après guerre aux USA étaient précédées d'un choc négatif sur l'immobilier.
Depuis **janvier 2022**, les ventes de maisons ont reculé de près de **27%** et les constructeurs de maison broient du noir.
- En **Chine**, l'immobilier est en crise rappelant la situation de **crise des pays asiatiques** à la fin des années 1990. **Beaucoup de dettes** pour des investissements dont la productivité est très faible et des **promoteurs** endettés **incapables de faire face à leur engagements**.

➤ Pourquoi l'immobilier ?

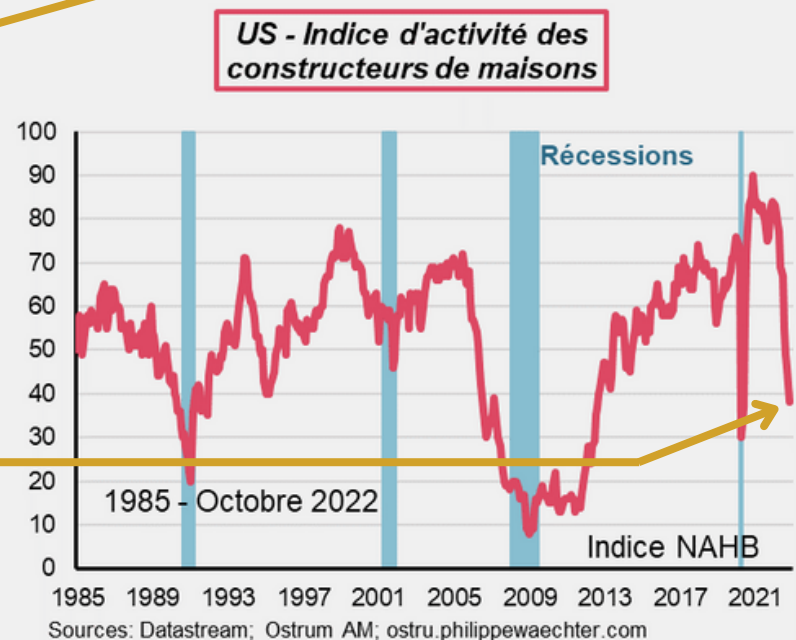
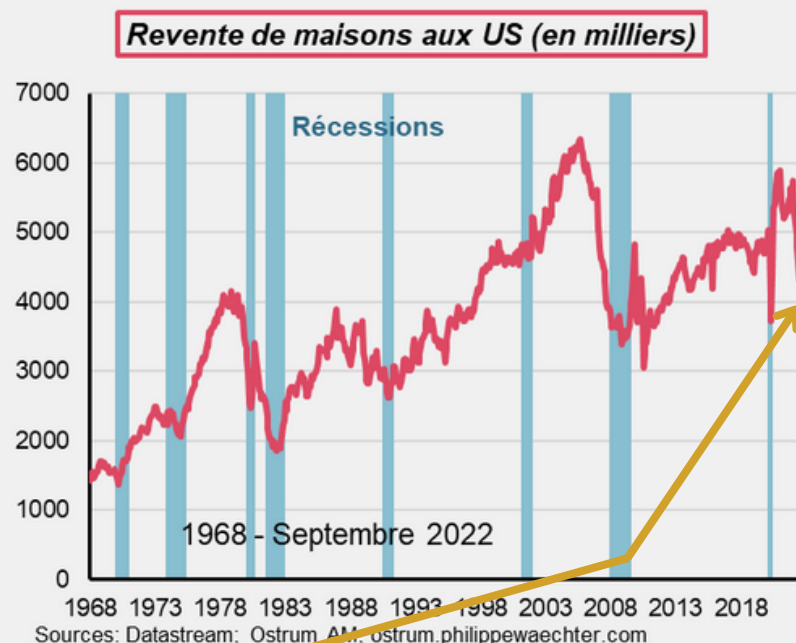
Il est au **cœur du patrimoine des ménages**. S'il se dévalorise, les ménages changent de comportement au risque de **pénaliser l'activité économique**.

C'est un marché sur lequel les volumes (ventes, productions) s'ajustent plus vite que les prix. L'impact est rapide sur l'emploi et le cycle économique.



LES TRANSACTIONS S'EFFONDRENT

- Le marché de l'immobilier est d'abord un **marché de volume**, de transactions et de construction. Ces volumes reflètent l'état du marché. **L'ajustement des prix vient dans un deuxième temps.** Les prix sont rigides à la baisse, personne ne veut réduire spontanément le prix auquel le bien est vendu.
- Aux US, le volume des ventes sur le marché secondaire recule vivement depuis le point haut de janvier 2022. En septembre, il se **replie de -26.6%** depuis cette date. Le stock de maisons à vendre remonte.
- L'indice d'activité des **constructeurs de maison est aussi en chute libre.** En octobre, depuis le point haut de décembre 2021, il recule de **-54.8%**. Sur une période équivalente (10 mois), c'est le plus fort repli depuis janvier/février 2009.
- Les baisses des transactions et de la construction vont se traduire par une **réduction de l'emploi** dans le secteur de la construction mais aussi dans toutes les composantes de l'activité liées à l'immobilier. Première marque de l'impact de l'immobilier sur le cycle.





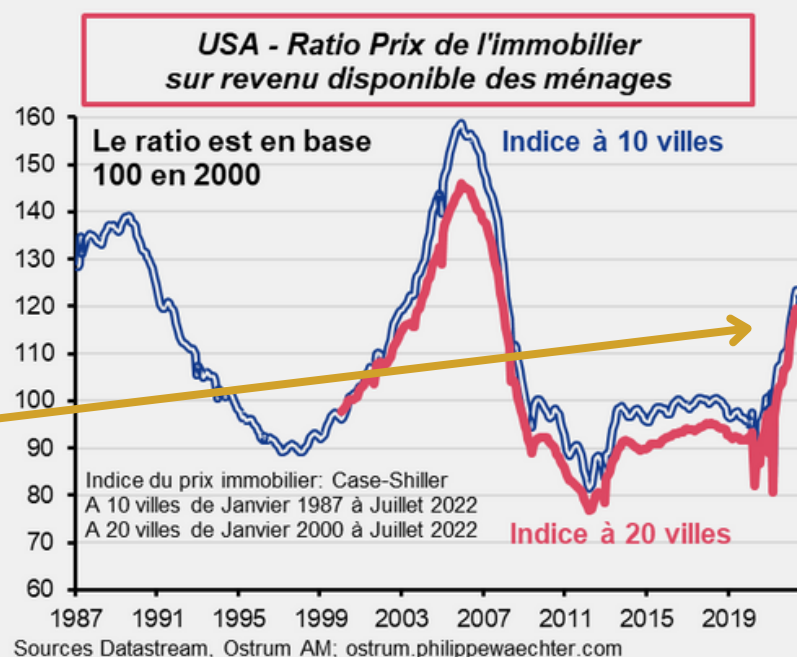
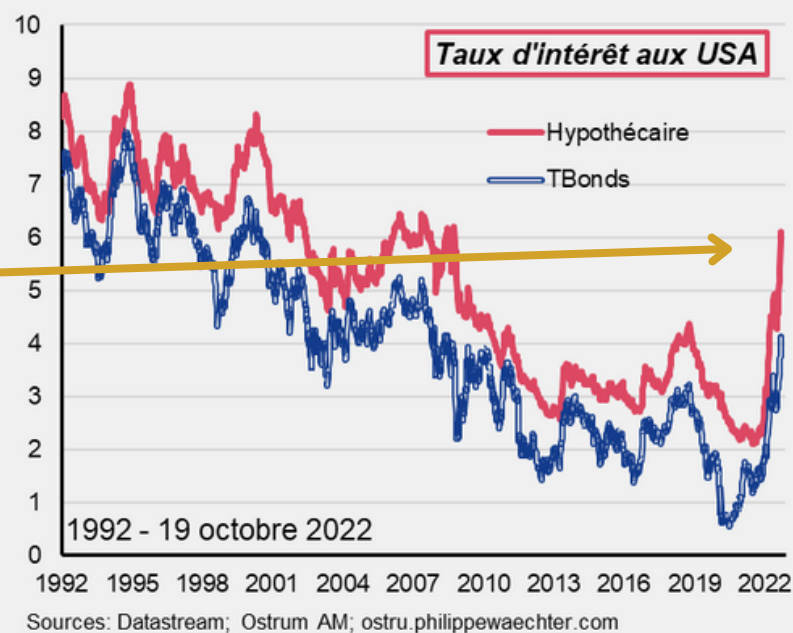
CHANGEMENT DES CONDITIONS FINANCIÈRES

Deux phénomènes pour comprendre ce changement d'allure:

➤ **La vive hausse des taux hypothécaires**; à plus de **6%** soit presque 4% de hausse entre mars et octobre. **L'inflation plus élevée** et le durcissement de la **politique monétaire** ont poussé les taux à la hausse (en France, le mouvement est intermédié par les banques et la hausse de taux est plus progressive)

➤ **Le prix de l'immobilier** a fortement augmenté. Il est encore loin du niveau d'avant la crise financière mais sa progression depuis la pandémie a été très rapide. En juillet 2022, le prix de l'immobilier s'est inversé. Un premier signe d'ajustement ?

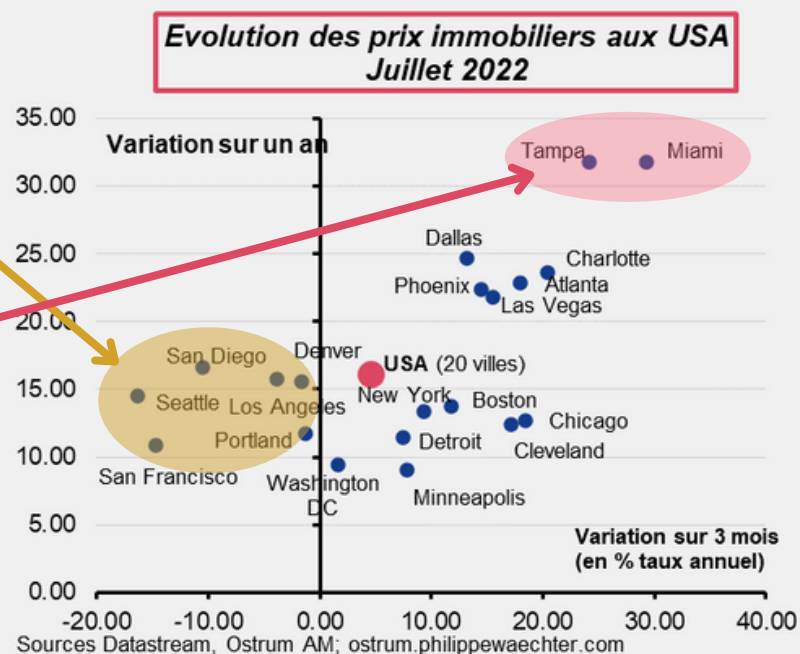
➤ **Le changement des conditions financières est généralement le grain de sable** qui enrayer le marché immobilier quand celui ci est sur une vive tendance haussière. A l'automne 2006, la hausse des taux d'intérêt de long terme aux US avait été le signal de retournement du marché.





UN REPLI ENCORE PEU HOMOGENÈME

- **Les prix changent d'allure.** Dans l'ouest américain, le repli depuis le mois de mai est significatif. Dans d'autres mesures, jusqu'en octobre, le recul depuis le printemps est encore plus important. Néanmoins, à **Miami ou Tampa, le retournement ne se constate pas, bien au contraire.** L'ensemble du marché n'est pas entraîné vers le bas: **écart majeur avec 2007/2008**, pour l'instant.



- Si la **baisse des prix s'inscrit dans la durée**, le marché immobilier va s'ajuster plus vite à la baisse avec un **impact macroéconomique** plus fort.
- Le **financement** du cycle immobilier passe par **3 phases** quant à l'appréhension du risque. Au départ, **phase 1**, en sortie de récession, le client doit apporter toutes les garanties au prêteur, notamment avec des revenus et des garanties solides. A la **phase 2**, la perception du risque s'estompe un peu. Il faudra anticiper des hausses de revenus et/ou des baisses de taux d'intérêt pour que l'emprunteur puisse rembourser sans difficultés. Dans la **phase 3**, la notion de risque s'évapore. Le marché est porteur, les financements sont moins contrôlés. Les risques pris s'accroissent.

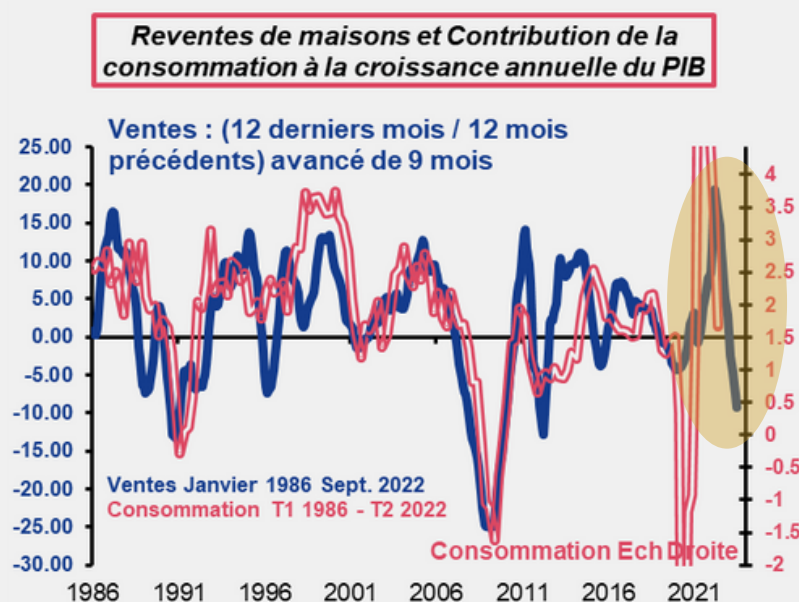


LE MARCHÉ AMÉRICAIN AU BORD DU RETOURNEMENT

- Lorsque le prix de l'immobilier se retourne, l'emprunteur risqué, celui de la **phase 3**, ne peut plus se refinancer en vendant sa maison. Cela peut être alors un élément d'accélération de l'ajustement du prix à la baisse au risque d'emporter le marché immobilier.

Le marché immobilier US est il en risque ?

- Les signaux de renversement du marché immobilier américain se multiplient.
Les volumes chutent fortement et les indices de prix s'inversent. C'était le cas pour l'indice Case Shiller en juillet et pour d'autres indices jusqu'au début de l'automne.
- Il y a un **risque sur le financement**. Le retournement des prix va fragiliser les emprunteurs risqués (phase 3) avec la possibilité d'un effet **boule de neige** à la baisse vers les emprunteurs de la phase 2 en raison de l'incertitude engendrée. Ce scénario est probable si la Fed continue d'augmenter ses taux d'intérêt.
- Le **repli conjoint des transactions et des prix** pourrait alors entraîner un **effet de richesse négatif** sur l'immobilier (mon patrimoine se dévalorise et est moins liquide. J'ai le sentiment d'être moins riche).
- Un tel effet souvent observé par le passé **pèserait alors lourdement sur la consommation** (graphe) entraînant **le cycle économique à la baisse**.

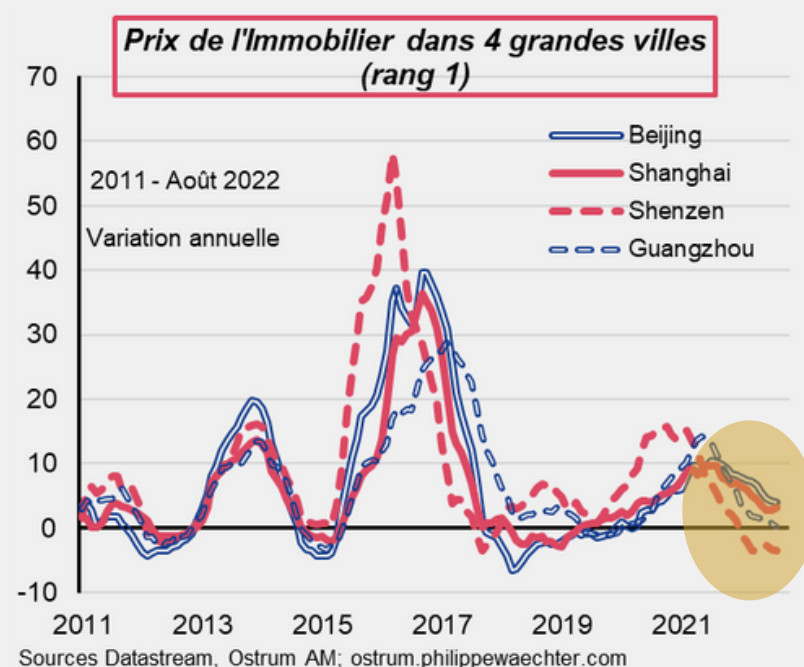
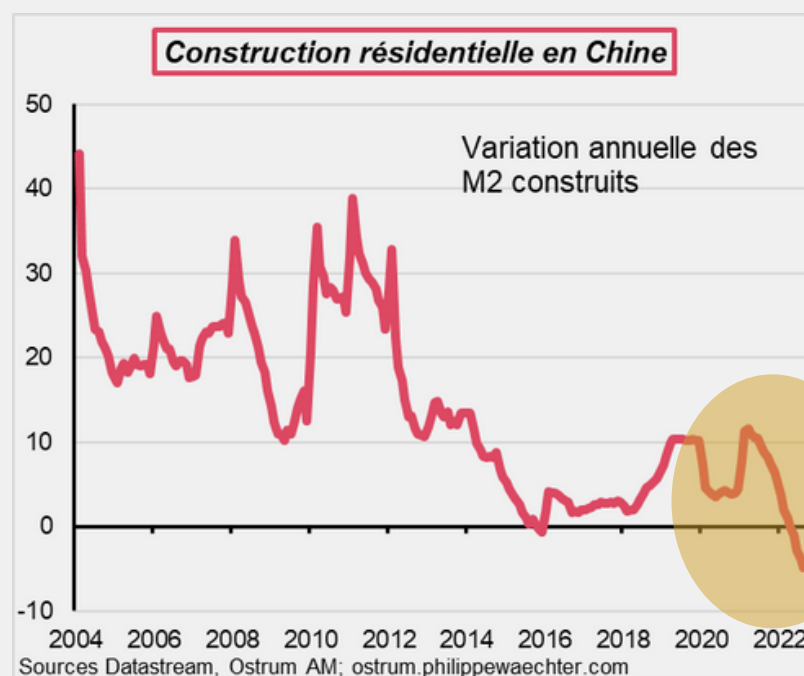


Source Datastream, Ostrum AM; ostrum.philippewaechter.com



EN CHINE, L'IMMOBILIER AU COEUR DES DIFFICULTÉS

- **Le marché immobilier chinois change d'allure.** Pour la première fois depuis le début des statistiques, le **volume des mètres carrés construits est en repli.**
- **Les promoteurs immobiliers n'ont plus les moyens de produire la demande souhaitée.**
- **Dans les villes de rang 1, les prix commencent à s'ajuster à la baisse.** C'est le cas à Shenzhen et à Guanzhou.
En niveau le prix est très élevé dans les villes de Rang 1 mais des inflexions s'observent.
Dans les villes de Rang 2 et surtout de Rang 3, où la construction a aussi été vive mais avec un attrait moindre pour les ménages, les prix reculent parfois beaucoup plus.
- **Ce changement d'allure est majeur car le poids de l'immobilier et des secteurs associés c'est environ 30% du PIB.** C'est un niveau comparable à celui observé aux US en 2007.





COMPRENDRE LE MARCHÉ IMMOBILIER CHINOIS

- ▶ En 2000, les ménages ne sont pas propriétaires de leur logement. Actuellement, **90% des ménages** (urbains et ruraux) sont **propriétaires** de leur logement, 20% en ont plusieurs. Ce mouvement a bénéficié de l'urbanisation rapide et forte de la Chine.
- ▶ Cette demande exceptionnelle a été une **opportunité pour les promoteurs immobiliers**. La construction a fortement augmenté comme on pouvait le voir dans le graphe précédent.
- ▶ La dynamique s'est renouvelée après la grande crise financière lorsque les Etats régionaux chinois et les constructeurs ont fonctionné de concert. L'un vendait les terrains et l'autre construisait. Le mouvement s'est traduit par un endettement considérable à tous les niveaux afin de se développer encore plus vite.
- ▶ L'investissement **immobilier** est **peu générateur de gains de productivité**. Cela ne laisse **pas de marges importantes** pour les promoteurs.
Ces promoteurs ont bénéficié d'un financement ex ante des ménages qui achètent sur plan, cela a permis aux promoteurs de se diversifier via une dynamique de cavalerie financière. Cela a été trop loin provoquant un endettement excessif.
Ils n'ont plus aujourd'hui les moyens de construire et de faire face à leurs engagements vis à vis des ménages.
(Evergrande doit produire 1 850 000 logements mais n'a pas les moyens de le faire)
- ▶ Les ménages sont très endettés (**130%** du revenu), un patrimoine très dépendant de l'immobilier (**70%**). Une inversion du marché avec une baisse de prix se traduirait par un **effet de richesse négatif** et un **impact très négatif** sur la consommation.



QUE CONCLURE ?

→ La hausse des taux américains va continuer. La Fed indique augmenter son taux de référence de 75 points de base et pourrait recommencer lors de la réunion de décembre.

Le **changement des conditions financières** va accentuer le mouvement de repli des prix, provoquant une accentuation du changement de tendance du marché dans son ensemble. Cela accentue nettement le **risque d'une récession aux US** autour de la fin d'année.

→ En Chine, le mécontentement des chinois sur l'immobilier et l'incapacité des constructeurs à faire face à leurs engagements vont se traduire par un ajustement à la baisse.

Le marché immobilier ne bénéficie plus non plus d'une population active en croissance robuste.

Ces éléments structurels sont majeurs car ils vont **pénaliser la croissance dans la durée.**

L'éventuelle sortie de la politique OCovid n'aura qu'un modeste effet de rattrapage temporaire avant de s'ajuster à la baisse.

La croissance tendancielle sera proche de 3%, donc sans effets d'impulsion sur le reste du monde.