

# Multi-Asset Solutions – Bulletin hebdomadaire

Marchés internationaux et portefeuilles multi-actifs

24 octobre 2016

AUTEUR



**Michael Albrecht, CFA**  
Stratège  
Multi-Asset Solutions

## SYNTHÈSE

- Si les fondamentaux à court terme du secteur immobilier aux États-Unis sont dans l'ensemble sains, la construction et les ventes vont incontestablement ralentir. La propriété de son logement exprimée en fraction du nombre total des ménages est à son niveau le plus faible jamais atteint, la disponibilité du crédit et le recul de l'accessibilité financière au logement pénalisant les acheteurs potentiels.
- La croissance du marché du logement a dépassé celle de l'économie en général et la stimule depuis la crise financière, mais ce courant porteur devrait faiblir au cours des deux prochaines années. Le déclin régulier de la demande de logements neufs depuis le début des années 1990 et la pression baissière qu'exerce l'urbanisation sur les coûts unitaires des logements, suggère que la construction à caractère résidentiel va voir reculer sa part relative dans l'activité économique.
- Notre analyse du secteur du logement suggère que celui-ci se situe légèrement en aval de la progression du cycle aux États-Unis qui est lui-même globalement à mi-parcours du cycle d'expansion ; ce positionnement justifie nos décisions d'allocation d'actifs actuelles. Celles-ci intègrent le maintien d'une surpondération des actions américaines par rapport à leurs homologues des marchés développés et une préférence relative pour le risque de la dette *high yield* au détriment des marchés d'actions américains (U.S.).

## LE MARCHÉ DU LOGEMENT AUX ÉTATS-UNIS A-T-IL ATTEINT UN PLAFOND ?

Depuis la fin de l'année dernière, l'activité du marché du logement aux États-Unis remet en cause nos perspectives longtemps haussières sur ce secteur. Dans un premier temps, le caractère décevant de l'activité de la construction a été mis sur le compte d'une volatilité normale due à des distorsions liées aux conditions météorologiques ou à des variations saisonnières. Et même actuellement, la volatilité particulière du segment du logement collectif (les mises en chantier de nouveaux logements collectifs ont chuté de 38% en septembre en variation mensuelle, malgré une hausse réelle des permis délivrés) pourrait s'expliquer par des problèmes de liquidité sur le marché des CMBS (*collateralized mortgage-backed securities* ou titres adossés à des prêts hypothécaires commerciaux) et par les modifications apportées l'an dernier par New York aux subventions à la construction.

Cependant, même en tenant compte de ces facteurs exceptionnels, la tendance de l'activité de construction et de vente de logements, y compris dans le segment beaucoup plus large et plus stable du logement individuel, a indéniablement ralenti cette année. Si les fondamentaux à court terme restent dans l'ensemble sains, les facteurs durables à plus long terme suggèrent, après les années de rattrapage postérieures à la crise, alors que le marché du logement approche de l'équilibre, que sa capacité à croître plus rapidement que le reste de l'économie pourrait s'estomper.

**Des déterminants de l'offre et de la demande globalement sains**

Les fondamentaux du marché du logement sont globalement aussi sains qu'ils ont été depuis le début de la phase d'expansion actuelle : la situation financière des ménages reste très satisfaisante après le désendettement intervenu depuis la dernière récession ; le sentiment général des consommateurs atteint un pallier mais à un niveau robuste et bien que les créations d'emplois soient progressivement en train de ralentir, une accélération compensatoire des hausses de salaires devrait contribuer à faire progresser les revenus. On pourrait assister à une modeste hausse de la demande de logements émanant de la proportion croissante (souvent évoquée) d'adultes vivant chez leurs parents et de co-locataires sans lien de parenté, ces personnes saisissant l'opportunité de déménager pour fonder leur propre foyer. Mais ces tendances cohobationnistes sont clairement antérieures à la crise financière et ne montrent pas encore de signes de retournement. Nous estimons plutôt que ces tendances au partage du logement s'expliquent davantage par des facteurs de fond comme l'allongement de la durée des études, le recul de l'âge de mariage et par le caractère moins abordable du logement. Du côté de l'offre cependant, l'excès de stocks à vendre, qui a freiné l'activité du secteur de la construction au cours des premières années de l'expansion, a fini par se dissiper. Enfin, les taux de vacance des biens mis en location sont de nouveau à leurs niveaux les plus faibles depuis les années 1980, après avoir atteint des sommets historiques au cours de la grande récession.

Pourtant, malgré la robustesse de tous ces facteurs de constitution de nouveaux ménages, la propriété de son logement aux États-Unis a progressivement reculé, exprimée en part du nombre total de ménages ; son taux atteint désormais son niveau le plus faible depuis le début de la collecte de ces statistiques au cours des années 1960.

Par rapport à la location, la propriété a tendance à favoriser une construction à plus forte valeur ajoutée et encourage la consommation de biens durables tels que le mobilier et les appareils électroménagers. Dans le cycle actuel, la disponibilité du crédit et l'accessibilité financière au logement exercent une contrainte sur les acheteurs potentiels. Bien que les banques aient commencé à desserrer avec constance les normes des prêts hypothécaires en 2014, après des années de conditions draconiennes consécutives à la crise des *subprime*, les scores moyens de crédit des emprunteurs restent nettement plus élevés que leurs moyennes antérieures à la bulle.

L'accessibilité du marché immobilier mérite un jugement plus nuancé. La faiblesse des taux d'intérêt permet désormais à une famille aux revenus médians de faire face plus facilement qu'au cours de toute autre période antérieure à la crise à une charge de remboursement de prêt hypothécaire sur une maison neuve de valeur médiane.<sup>1</sup> Même sur ces nouvelles bases, les prix des logements ont pleinement retrouvé leur points hauts nominaux antérieurs à la bulle de 2006/2007. A notre avis, cette dichotomie (faibles remboursements et prix élevés) freine globalement la demande, particulièrement chez les primo-acquéreurs qui doivent assumer des remboursements sans préexistence d'une valeur nette positive de leur logement.

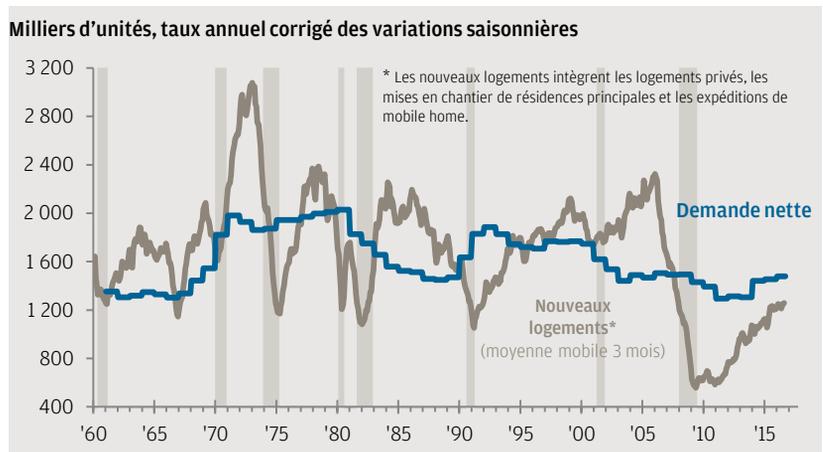
**Les facteurs structurels à plus long terme suggèrent un moindre potentiel d'expansion**

Tout au long de l'expansion actuelle, la reprise du marché du logement par rapport aux abysses de la récession a constitué un frein à la croissance dans son ensemble.

<sup>1</sup> Ce ratio constitue la base de l'indice *National Association of Realtors' (NAR) Housing Composite Affordability Index*. Le prêt hypothécaire standard a une durée de 30 ans à taux fixe et une quotité prêt/valeur du bien de 80 %

**GRAPHIQUE 1 : APRES DES ANNÉES DE RATTRAPAGE, LES MISES EN CHANTIER DE LOGEMENTS AUX ÉTATS-UNIS SE RAPPROCHENT DE LA DEMANDE ESTIMÉE NETTE**

L'offre de nouveaux logements rattrape notre estimation de la demande nette (évolution population résidente/taille moyenne des ménages démographiquement impliquée). Cette dernière est basée sur la régression historique des tailles réelles moyennes des ménages sur les distributions statistiques des âges au cours de la période 1960/2015, moins 0,5 % d'allocation par an pour les démolitions. Malgré la croissance de la population, la demande depuis le début des années 1990 s'est orientée régulièrement à la baisse, impliquant un rôle intrinsèque plus réduit du RFI dans le PIB, par rapport aux données historiques.



Sources : U.S. Census Bureau, demande nette estimée par J.P. Morgan Multi-Asset Solutions basée en partie sur la recherche de Goldman Sachs ; données au 20 octobre 2016. A titre purement indicatif. La performance passé ne garantit pas les résultats futurs.

Alors que le PIB réel a progressé en moyenne de 2 % au cours des cinq dernières années jusqu'au second trimestre 2016, l'investissement immobilier résidentiel (RFI) a crû de 9,2 % – en progressant d'un creux post-crise de 2,4 % en 2010 à 3,8 % au cours du second trimestre 2016. Cette expansion ne peut se poursuivre éternellement. Si l'on compare ces ratios RFI/PIB à une moyenne très légèrement supérieure à 4,5 % antérieurement à la crise, la reprise du marché du logement pourrait apparaître comme parvenue à mi-parcours, mais les facteurs fondamentaux sous-jacents suggèrent un point d'équilibre en retrait par rapport aux données historiques.

En allant plus loin, le RFI agrégé se résume globalement à multiplier le coût des unités construites par le nombre de nouveaux logements, ces derniers suivant globalement la formation nette de ménages<sup>2</sup>. La constitution de nouveaux ménages peut être scindée entre évolution démographique et taille moyenne des ménages. Au cours des années 1970, malgré une population inférieure de 31 à 37%, la demande de logements était nettement plus forte qu'aujourd'hui, les enfants des baby boomers quittant le domicile de leurs parents une fois devenus adultes ; la part des enfants dans la population a reculé de près de 6 points de pourcentage au cours de la décennie. A l'inverse, un modèle reliant la formation des ménages à la distribution statistique de l'âge de la population suggère un ralentissement régulier de la formation intrinsèque des ménages depuis le début des années 1990. La comparaison de cette estimation à l'offre actuelle suggère que le stock de logements aux États-Unis ne dispose que d'une modeste capacité à croître plus rapidement que la population, malgré un risque de hausse du fait que l'offre dépasse généralement la demande au cours des cycles historiques.

### **Une urbanisation croissante**

Un second facteur pèse sur le RFI : l'urbanisation. Les immeubles résidentiels collectifs constituent une part croissante des nouveaux programmes de construction, leur part dans le total des nouveaux logements ayant progressé de 19 à 33 % au cours de ces dernières décennies, les immeubles de plus de 50 logements en tête. Ces immeubles se révèlent plus économiques à construire, chacun contribuant, en moyenne, pour environ la moitié de la production économique d'un logement individuel. Ces deux facteurs (décélération de la formation intrinsèque de nouveaux ménages et baisse de valeur ajoutée de la construction par unité) reflètent des facteurs structurels.

Si nous prenons la fraction des logements neufs actuels collectifs et la transposons dans les proportions de l'année 1995 (en maintenant le nombre d'unités), le RFI approcherait davantage de 4,3 % du PIB au lieu du chiffre actuel de 3,8 % du PIB<sup>3</sup>. Mais ils sont également susceptibles d'être pénalisés par l'inflation des prix de vente (et des loyers).

Pour ces deux raisons, le RFI est susceptible de représenter une part plus réduite du PIB dans un avenir prévisible, et la capacité du secteur du logement à contribuer pour une part importante à la croissance du PIB au cours du cycle actuel pourrait approcher de ses limites.

## **IMPLICATIONS POUR LES CLASSES D'ACTIFS**

Si les vecteurs de performance à court terme du marché du logement restent porteurs, notre recherche interne suggère que le rôle moteur du secteur pour le PIB des États-Unis devrait s'estomper au cours des deux prochaines années. Une fois que l'offre s'équilibrera avec la demande intrinsèque – et il reste une incertitude considérable sur la date à laquelle ce phénomène se produira – la construction ralentira ou alors les déséquilibres s'accroîtront. Cette analyse du marché du logement suggère que nous nous situons légèrement plus en avant dans la progression du cycle des États-Unis qui, dans son ensemble, reste au milieu de sa phase d'expansion. Cette évaluation conforte nos décisions d'allocations d'actifs actuelles, fondées sur une croissance régulière aux États-Unis dans une économie se situant en milieu de cycle. Elles intègrent le maintien d'une surpondération des États-Unis au sein des marchés d'actions développés et une préférence relative en faveur d'une prise de risque dans la dette *high yield* au détriment des actions des marchés américains.

<sup>2</sup> Le nombre de nouveaux logements dépasse celui de la formation nette de nouveaux ménages en raison du rythme soutenu des démolitions de logements anciens ; les stocks jouent un rôle cyclique dans la construction, mais ce rôle devrait rester modeste tant que la proportion de logements inoccupés reste faible et qu'elle ne progresse pas. En plus des nouvelles constructions, d'autres contributeurs au RFI doivent être mentionnés : les rénovations et les commissions des courtiers sur les ventes.

<sup>3</sup> Un contrôle des différences de qualité de base (ex : le nombre de chambres) indiquerait vraisemblablement un écart plus réduit.

## L'équipe Global Multi Asset Group de J.P. Morgan Asset Management :

**John Bilton**

*Responsable de la Stratégie  
Londres*

**Thushka Maharaj**

*Stratégiste  
Londres*

**Katrina Lee**

*Stratégiste  
Londres*

**Michael Hood**

*Stratégiste  
New York*

**Jonathan Lowe**

*Stratégiste  
Hong Kong*

**Michael Albrecht**

*Stratégiste  
New York*

**Patrik Schöwitz**

*Stratégiste, Éditeur  
Londres*

**Mark Richards**

*Stratégiste  
Londres*

**Timothy Lintern**

*Stratégiste  
Londres*

**Benjamin Mandel**

*Stratégiste  
New York*

**Diego Gilsanz**

*Stratégiste  
New York*

Pour de plus amples informations,  
veuillez prendre contact avec votre  
conseiller J.P. Morgan Asset  
Management.

**Ce document est à but informatif uniquement et ne constitue pas une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements.**

Les informations contenues dans ce document promotionnel ont été puisées à des sources considérées comme fiables. J.P. Morgan Asset Management ne peut cependant en garantir l'exactitude ni l'exhaustivité. Toutes prévisions ou opinions exprimées sont propres à J.P. Morgan Asset Management à la date d'édition de ce document et sont susceptibles de changer à tout moment sans préavis. Ceci ne constitue pas une offre ou une recommandation à l'achat ou à la vente d'investissements, et ne doit pas être considéré comme suffisant pour prendre une décision d'investissement. Les opérations de souscription, rachat et conversion ne peuvent être effectuées que sur la base du dernier prospectus, DICI ou notice d'information en vigueur soumis à l'AMF. Il est rappelé que préalablement à toute opération de souscription, arbitrage ou rachat d'OPCVM, l'investisseur doit recueillir l'avis de ses propres conseils juridiques et fiscaux. Les performances passées ne sont pas une garantie des résultats futurs et la valeur d'un investissement peut varier à la hausse comme à la baisse en fonction de l'évolution des marchés financiers et des cours de change. Les marchés dits de Petites Capitalisations présentent un degré de volatilité et donc de risque plus élevé que celui des autres marchés. La documentation légale des OPCVM et les rapports financiers sont disponibles gratuitement et sur simple demande auprès de JPMorgan Asset Management (Europe) S.à.r.l.- Succursale de Paris - 14 place Vendôme, 75001 Paris. J.P. Morgan Asset Management est la marque des activités de gestion d'actifs du groupe JPMorgan Chase & Co. Tout appel téléphonique à J.P. Morgan Asset Management est susceptible d'être enregistré à des fins juridiques, de sécurité et de formation. Les informations et données contenues dans ces communications seront enregistrées et stockées par J.P. Morgan Asset Management en ligne avec la Politique de protection des données pour la zone EMOA, qui est accessible à l'adresse : <http://www.jpmorgan.com/pages/privacy>. Emis par JPMorgan Asset Management (Europe) SARL - Succursale de Paris, 14 Place Vendôme, 75001 Paris, Capital social : 10 000 000 euros - Inscrite au RCS de Paris, N° 492 956. 10/2016