

POINT DE VUE ÉCONOMIQUE

La baisse des taux d'intérêt commence à stimuler le marché américain de l'habitation

Le marché américain de l'habitation a connu une période difficile en 2018 alors que la hausse des taux d'intérêt a amené des reculs de la construction résidentielle et de la revente. Depuis que les taux hypothécaires ont diminué, on remarque une amélioration de certains indicateurs. Alors que plusieurs risques assombrissent la conjoncture américaine, peut-on garder confiance envers le marché de l'habitation aux États-Unis? Tant que les taux restent bas, on peut être relativement optimiste, mais ce marché demeure fragile et son apport à la croissance du PIB réel restera modeste.

Un secteur fragile

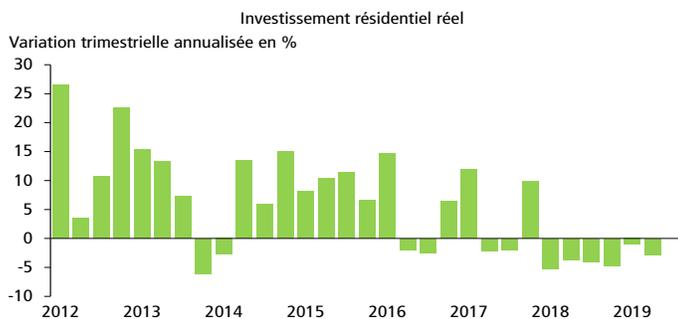
L'économie américaine a connu une bonne année 2018, avec une progression de 2,9 % du PIB réel. Le secteur de l'habitation n'a cependant pas contribué à cette bonne performance. L'investissement résidentiel réel a diminué de 1,5 % au cours de l'année dernière et a enregistré quatre trimestres négatifs consécutifs. L'investissement résidentiel a aussi diminué durant les deux premiers trimestres de 2019, la série négative est donc maintenant de six trimestres (graphique 1).

passées d'un sommet de 1 335 000 unités en janvier 2018 à un creux de 1 142 000 en décembre, une chute de 14,5 % en moins d'un an. Depuis ce creux, la hausse est plutôt timide, soit 4,2 % entre décembre 2018 et juillet 2019. Le total des ventes de maisons existantes (individuelles et copropriétés) et des ventes de maisons neuves individuelles est passé de 6 355 000 en novembre 2017 à 5 564 000 en décembre 2018, une baisse de 12,4 %. De ce côté, la hausse enregistrée depuis est un peu plus vive, soit 8,8 %.

Plusieurs facteurs ont pu nuire au marché de l'habitation au cours de l'année dernière, mais le principal coupable est probablement la montée des taux d'intérêt hypothécaires. Ceux-ci, notamment les échéances de 30 ans et de 15 ans, suivent généralement l'évolution des rendements des obligations fédérales. Le contexte de 2018 cumulait plusieurs facteurs qui ont contribué à l'augmentation des taux d'intérêt obligataires et hypothécaires. Ainsi, le taux sur les hypothèques de 30 ans est passé d'un creux de 3,41 % en juillet 2016 à un sommet de 4,94 % en novembre 2018. Pour les hypothèques d'une échéance de 15 ans, le taux est passé de 3,60 % à 5,17 % pendant la même période. Les taux de plus court terme ont aussi augmenté; le taux d'une hypothèque de 5 ans, mais ajustable annuellement, est passé de 2,68 % à 4,14 %.

L'augmentation des taux d'intérêt a fait qu'en 2017, le paiement hypothécaire mensuel moyen est passé au-dessus de la barre de 1 000 \$ US pour la première fois depuis 2008. En proportion du revenu disponible, les obligations financières liées à une

GRAPHIQUE 1
L'investissement résidentiel est en difficulté



Sources : Bureau of Economic Analysis et Desjardins, Études économiques

Au cours de l'année 2018, on a aussi remarqué une baisse des nouvelles constructions. Les mises en chantier résidentielles sont

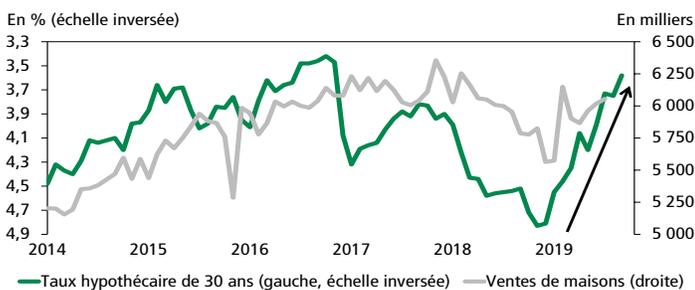
hypothèque sont toutefois restées assez modestes, soit à 4,3 % à la fin de l'hiver 2019, comparativement à un sommet de 7,2 % en 2007.

L'effet positif de la baisse des taux hypothécaires

L'un des événements financiers de 2018 a été le renversement de la tendance des taux obligataires et hypothécaires à la fin de 2018. Alimentées en partie par la chute de la Bourse à partir de l'automne, chute elle-même provoquée par une recrudescence des risques associés à la guerre commerciale, les perceptions envers l'économie américaine ont changé. Les anticipations concernant la politique monétaire de la Réserve fédérale (Fed) ont aussi fait demi-tour alors que le resserrement monétaire n'apparaissait plus aussi automatique. Les discours des principaux dirigeants de la Fed et, surtout, la pause des taux directeurs à l'hiver 2019 ainsi que la baisse télégraphiée de juillet dernier ont complètement changé la donne pour le marché obligataire. Les taux des échéances de 30 ans sont passés d'un sommet de 3,45 % au début de novembre 2018 à un creux historique de 1,95 % à la fin d'août 2019. Cette chute de 150 points des taux 30 ans a évidemment eu des conséquences parallèles sur le marché hypothécaire américain. Les taux hypothécaires fixes d'une échéance de 30 ans sont passés d'un sommet de 4,94 % à seulement 3,55 %, soit le plus bas taux depuis 2016.

La diminution des taux hypothécaires a eu pour effet de stimuler le marché immobilier résidentiel. On le perçoit surtout par l'augmentation des ventes de maisons depuis la fin de 2018 (graphique 2). La hausse est cependant plus vive du côté de maisons individuelles neuves, qui ont grimpé d'un peu plus de 30 %, alors que la hausse est de 10 % pour les ventes de maisons existantes (graphique 3).

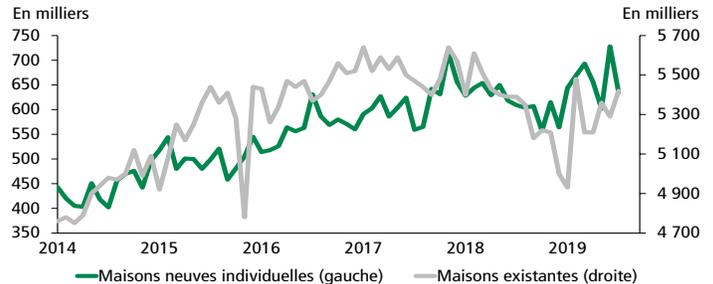
GRAPHIQUE 2 La baisse des taux aide le marché de l'habitation



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

La baisse des taux hypothécaire a aussi revigoré la demande pour les prêts hypothécaires. Selon les institutions financières sondées par la Fed, la demande était constamment à la baisse de l'été 2016 jusqu'au printemps 2019, mais la tendance s'est inversée au cours de l'été. L'enquête montre maintenant une

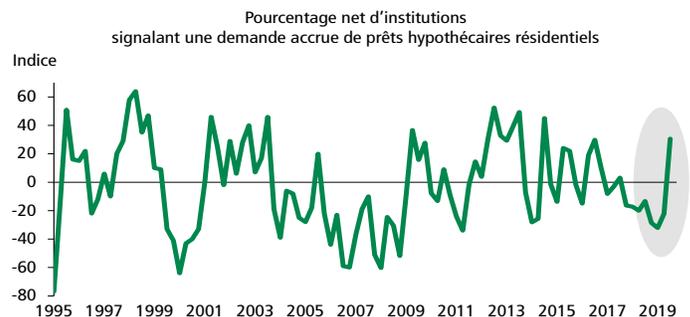
GRAPHIQUE 3 Les ventes de maisons se sont en partie ressaisies à la suite des baisses de taux hypothécaires



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

nette augmentation de la demande de prêts (graphique 4). Ce bond pourrait continuer à alimenter les ventes de maisons au cours des prochains mois et trimestres. Toutefois, les mêmes institutions financières signalent qu'elles continuent à modérément resserrer les conditions de crédit pour les nouveaux prêts hypothécaires.

GRAPHIQUE 4 La baisse des taux hypothécaires a récemment fait bondir la demande de prêts



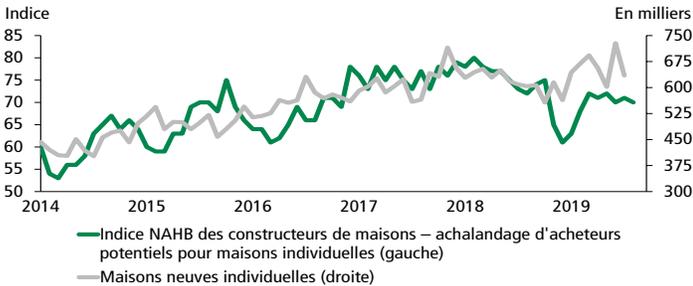
Sources : Federal Reserve Board et Desjardins, Études économiques

Les fabricants de maisons ont aussi perçu une embellie. L'indice de confiance NAHB des constructeurs de maisons a effacé une grande partie de sa baisse subie à la fin de 2018 (graphique 5 à la page 3). Sur le marché boursier, jusqu'à maintenant en 2019, la performance des constructeurs a été meilleure que l'indice S&P 500; c'était plutôt le contraire en 2018 (graphique 6 à la page 3).

Une embellie qui tarde à soutenir la construction

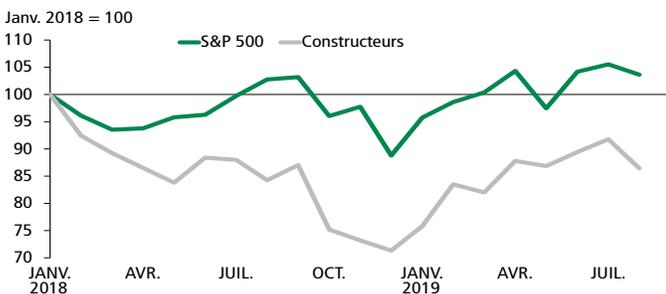
La remontée des ventes permet déjà de soulager un déséquilibre qui commençait à poindre dans le marché résidentiel. Depuis quelques années, on a remarqué une augmentation du nombre de maisons individuelles neuves invendues. Normalement, le ratio stocks/ventes des maisons individuelles demeure assez proche de celui des maisons

GRAPHIQUE 5
La confiance des constructeurs a remonté, sans rejoindre son niveau du début de 2018



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

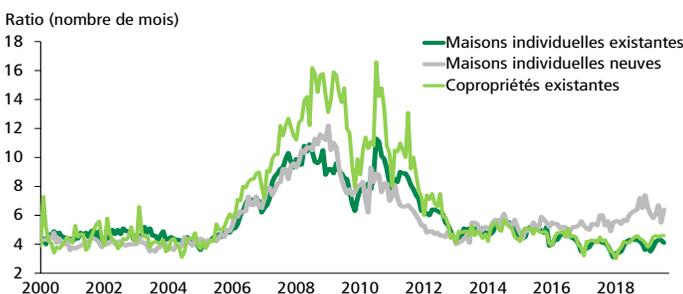
GRAPHIQUE 6
La performance des constructeurs sur le marché boursier a été meilleure cette année, mais sans combler le retard de 2018



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

existantes. Toutefois, ce ratio s'est écarté à la hausse depuis 2016 (graphique 7). Cela suggérerait que l'offre devenait trop grande par rapport à la demande, un signe inquiétant qui pouvait – dans une moindre mesure – rappeler le tout début de la crise de 2008. Heureusement, le ratio stocks/ventes a commencé à redescendre, reflétant à la fois la hausse récente des ventes et une certaine stagnation de la construction.

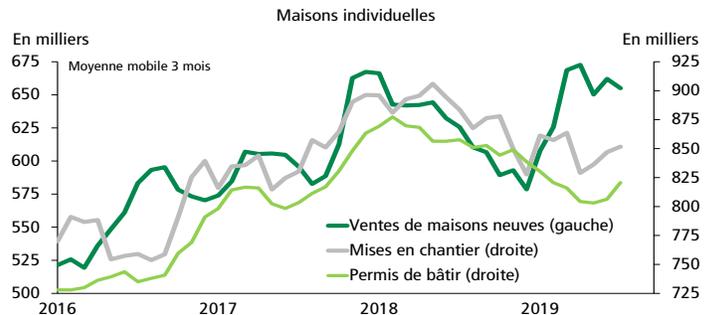
GRAPHIQUE 7
Les stocks de maisons neuves ont augmenté



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

Si les ventes de maisons individuelles neuves ont beaucoup augmenté depuis le début de la baisse des taux hypothécaires, les nouvelles constructions de maisons individuelles ainsi que l'octroi de permis de bâtir se sont montrés bien plus stables (graphique 8). On n'observe pas non plus d'accélération du côté des logements multiples.

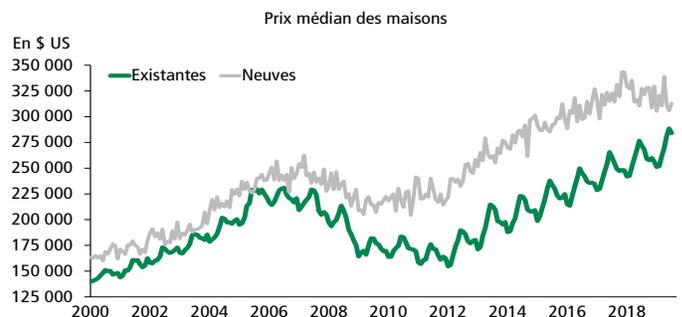
GRAPHIQUE 8
Les nouvelles constructions n'ont pas suivi le récent essor des ventes



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

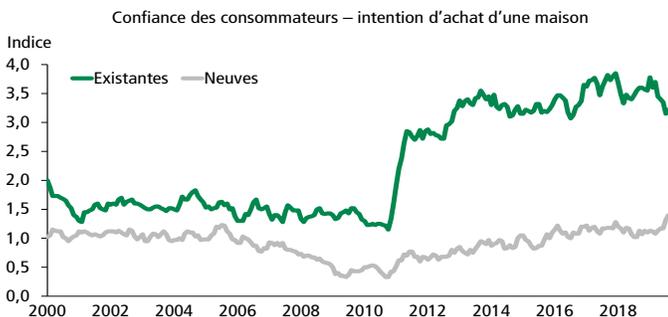
L'une des raisons du déséquilibre du secteur des maisons neuves est la différence entre le coût d'une maison neuve par rapport aux maisons existantes. Ce phénomène est une conséquence de l'éclatement de la bulle immobilière de la fin des années 2000. On sent toutefois que depuis quelques trimestres, cet écart se résorbe peu à peu alors que les prix des maisons neuves se sont stabilisés sous l'effet de l'offre trop abondante (graphique 9). Selon l'indice de confiance des consommateurs du Conference Board, les intentions d'achats de maisons neuves se sont aussi légèrement améliorées au cours des derniers mois (graphique 10 à la page 4).

GRAPHIQUE 9
Le coût des maisons neuves semble un problème, mais l'écart avec les maisons existantes s'amenuise



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

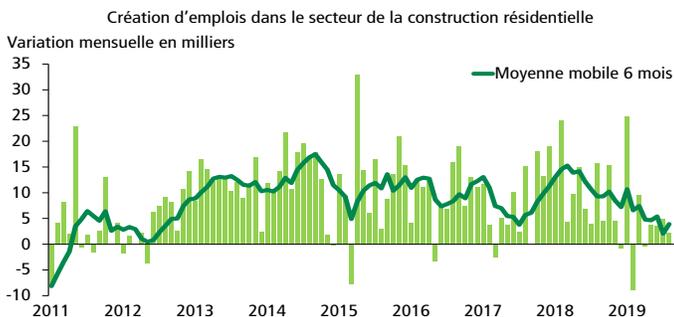
GRAPHIQUE 10 Les intentions d'achats de maisons existantes restent élevées et celles de maisons neuves remontent



Sources : Conference Board et Desjardins, Études économiques

Le ralentissement de la construction a eu des conséquences sur le marché du travail. Les emplois liés directement aux nouveaux bâtiments résidentiels (construction et entrepreneurs spécialisés) ont nettement ralenti depuis le début de 2018 (graphique 11). Toutefois, il semble qu'il y ait aussi une contrainte d'offre de ce côté, avec une pénurie dans certaines régions.

GRAPHIQUE 11 La création d'emplois au sein de la construction résidentielle a ralenti



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

Autres contraintes

En dehors de la conjoncture propre au marché de l'habitation amenée en grande partie par les mouvements des taux d'intérêt, d'autres facteurs influencent le secteur résidentiel.

Des règles d'urbanisme ainsi que des **contraintes réglementaires** limitent la construction de logements et empêchent une offre adéquate. Ce constat se fait surtout pour des régions où la demande pour des raisons économiques et démographiques est élevée. L'exemple le plus cité est la région de San Francisco, où le boom des nouvelles technologies de l'information a amplifié la demande de travailleurs et de logements, mais où les contraintes à la construction sont importantes. Selon un [article](#) de Bloomberg, il s'est créé, sur

cinq ans, 373 000 nouveaux emplois à San Francisco, mais, pendant la même période, il ne s'est octroyé que 58 000 permis de bâtir résidentiels. Dans une moindre mesure, ce phénomène s'observe dans plusieurs autres grandes villes, notamment dans l'ouest et le nord-est des États-Unis.

Ces contraintes d'offres, notamment dans les grandes villes, se heurtent d'ailleurs aux **préférences des nouveaux acheteurs**. Plus que les générations précédentes au même âge, qui optaient surtout pour les banlieues, la génération dite des milléniaux semble préférer vivre dans les centres-villes, engendrant une inéquation entre la demande et l'offre.

À long terme, les **mouvements démographiques** peuvent expliquer une bonne partie de l'évolution de la demande de maisons. Comme dans la plupart des pays avancés, la croissance de la population est en ralentissement aux États-Unis. La croissance de la tranche d'âge des premiers acheteurs, soit les 25-40 ans, semble avoir culminé au milieu des années 2010 et elle devrait être dorénavant plus faible, selon les prévisions du U.S. Census Bureau.

La **politique fiscale** est aussi un facteur pouvant influencer le marché immobilier. La réforme de la fiscalité implantée à la toute fin de 2017 par l'administration Trump a changé la donne à plusieurs égards. Depuis la mise en place de l'impôt sur le revenu des particuliers au début du 20^e siècle, l'intérêt versé sur les prêts hypothécaires est déductible. La réforme de 2017 a cependant resserré certains critères. Pour être déductible, le solde du prêt doit maintenant se situer sous 750 000 \$ US, plutôt que 1 000 000 \$ US. De plus, les intérêts des prêts sur une deuxième résidence ne sont plus déductibles (sauf si le prêt est destiné à la rénovation). Moins directe, mais quand même importante, la déduction des impôts locaux (impôts des États et des municipalités, taxes foncières et taxes de vente) a été plafonnée à 10 000 \$ US. Ces mesures ont été perçues comme potentiellement dommageables pour les régions où les prix des maisons sont déjà élevés ou celles dont les taux d'imposition locaux sont importants. L'effet national de ces mesures semble toutefois être modeste jusqu'à maintenant¹.

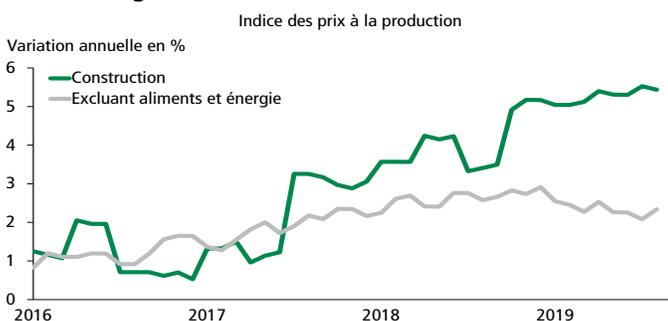
Les **contraintes de crédit** peuvent aussi toucher la demande de maisons. Les taux d'intérêt relativement bas d'un point de vue historique ont fait en sorte que les maisons sont plus abordables, mais les hausses passées des prix rendent quand même l'investissement résidentiel relativement onéreux, notamment pour les premiers acheteurs. De plus, les jeunes ménages sont souvent aux prises avec de lourdes dettes étudiantes; les coûts de l'éducation collégiale et universitaire ont particulièrement grimpé au cours des dernières décennies. Selon la Fed de New York, 10 % des prêts étudiants sont en défaut de paiement.

¹ Jim TANKERSLEY et Ben CASSELMAN, *As Mortgage-Interest Deduction Vanishes, Housing Market Offers a Shrug*, *The New York Times*, Economy, 4 août 2019. (Consulté le 10 septembre 2019).

La guerre commerciale peut aussi potentiellement avoir un effet par le biais du coût des matériaux. La **hausse des tarifs** américains sur le bois d'œuvre canadien puis sur les importations d'acier et d'aluminium ainsi que sur un grand ensemble de biens en provenance de la Chine semble avoir amené certaines pressions à la hausse sur les prix des matériaux de construction (graphique 12). Selon l'indice des prix à la production, l'inflation est maintenant deux fois plus forte pour le secteur de la construction que pour l'ensemble de l'économie.

GRAPHIQUE 12

Les coûts des biens liés à la construction ont augmenté depuis le début de la guerre commerciale



Sources : Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

La politique plus restrictive de l'administration Trump envers l'**immigration** et les visiteurs est aussi un élément contraignant pour le marché immobilier. Elle est l'un des facteurs ayant amené une diminution des achats de maison de la part d'étrangers. Ces ventes aux étrangers sont passées de 121 G\$ US entre avril 2017 et mars 2018 à seulement 78 G\$ US entre avril 2018 et mars 2019, soit une chute de 36 %. La baisse est surtout notable du côté des acheteurs chinois. Du côté de l'offre, les contraintes concernant l'immigration semblent poser des problèmes pour les constructeurs, qui peinent à trouver de la main-d'œuvre dans certaines régions. D'ailleurs, les immigrants sont plus susceptibles d'œuvrer au sein de la construction (et des services) que les travailleurs nés aux États-Unis. En 2016, les immigrants représentaient près de 25 % des travailleurs de la construction². Dans certains États, le recours à la main-d'œuvre née à l'étranger est encore plus prononcé : soit plus de 40 % en Californie et au Texas et 37 % à New York et au Nevada. Les contraintes à l'immigration semblent même avoir déjà des effets : dans la région de Dallas, le goulot d'étranglement de la main-d'œuvre ajouterait environ 6 000 \$ US au coût de chaque maison et retarderait les livraisons de deux mois³.

² Natalia SINIAVSKAIA, *Immigrant Workers in the Construction Labor Force*, National Association of Home Builders, NAHB Economics – Special Studies, 2 janvier 2018, 13 p.

³ Eduardo PORTER, *Short of Workers, U.S. Builders and Farmers Crave More Immigrants*, *The New York Times*, Economy, 3 avril 2019. (Consulté le 10 septembre 2019).

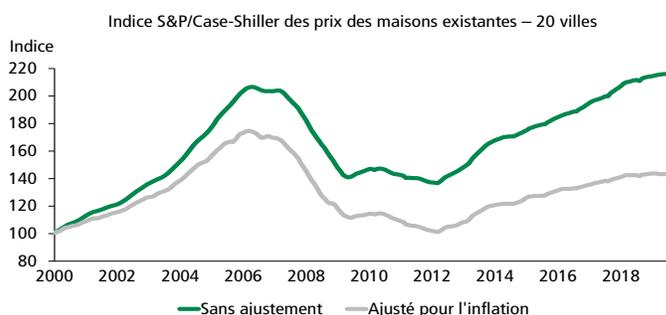
Les prix des maisons ralentissent

On a déjà vu que la tendance des prix des maisons individuelles neuves avait déjà ralenti, permettant d'équilibrer un peu la divergence par rapport aux prix des maisons existantes, et ce, malgré certaines contraintes concernant le secteur de la construction. On remarque toutefois que les prix des maisons existantes sont aussi en train de ralentir.

Signalons que la hausse des prix depuis le creux du marché immobilier de 2012 est loin d'être négligeable. Ainsi, après avoir chuté de 33,9 % du sommet de 2006 jusqu'au creux, l'indice S&P/Case-Shiller des 20 principales villes a grimpé de 58,1 % du creux jusqu'en juin 2019 (graphique 13). C'est à partir de janvier 2018 qu'il a dépassé son sommet de 2006. Il ne faut toutefois pas oublier qu'une fois ajusté pour l'inflation, l'indice S&P/Case-Shiller demeure 18 % en dessous de son précédent sommet.

GRAPHIQUE 13

En dollars courants, les prix des maisons existantes ont rejoint leur sommet d'avant la crise

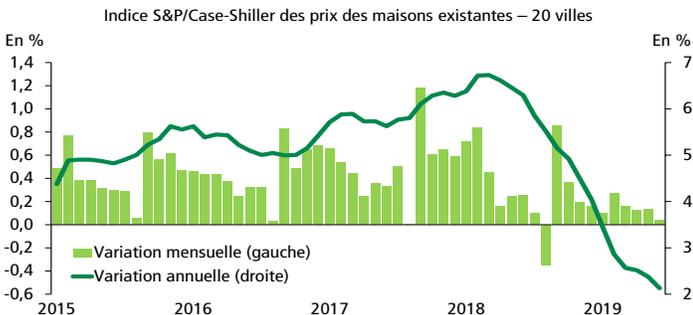


Sources : Standard & Poor's, Bureau of Labor Statistics et Desjardins, Études économiques

La progression nominale (sans ajustement pour l'inflation) de l'indice S&P/Case-Shiller a enregistré une variation moyenne sur 12 mois de 6,0 % entre 2014 et 2018. La variation est passée à seulement 2,2 % depuis le début de 2019, ce qui démontre une baisse de cadence assez importante, voire inquiétante (graphique 14 à la page 6). Une majorité des 20 villes de l'indice affiche un ralentissement marqué (voir l'annexe à la page 7).

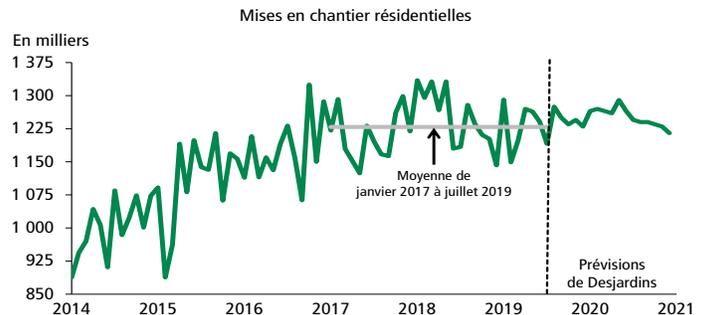
La perte de vitesse peut s'expliquer par plusieurs des facteurs de contrainte de la demande énumérés plus tôt et peut-être aussi par la croissance moins vive de l'économie américaine. Toutefois, elle semble davantage concorder avec les hausses passées de taux d'intérêt. Dans ce cas, on peut croire que la tendance baissière se résorbera bientôt et que les prix s'ajusteront désormais aux baisses de taux hypothécaires observées depuis près d'un an. Si les ventes sont stimulées par des taux plus bas, comme on commence à l'observer, les prix devraient suivre.

GRAPHIQUE 14
Les dernières variations mensuelles du prix des maisons existantes sont moins fortes et la variation annuelle ralentit



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

GRAPHIQUE 16
Les mises en chantier devraient passer légèrement au-dessus de leur récente tendance

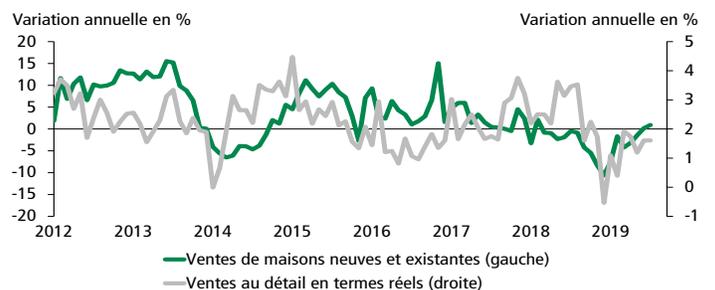


Sources : U.S. Census Bureau et Desjardins, Études économiques

Si l'économie va, l'habitation ira?

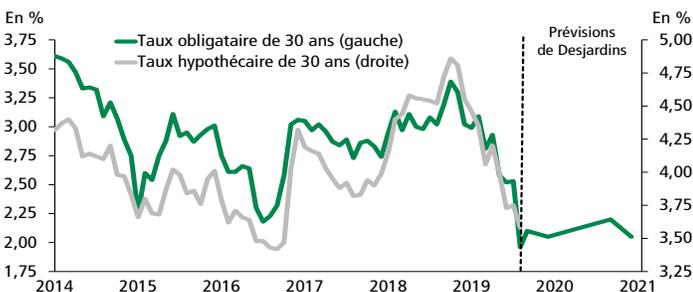
L'adage populaire suggère que « quand la construction va, tout va ». Toutefois, on a vu qu'aux États-Unis, cette relation n'a pas bien tenu en 2018 et au tout début de 2019. Et maintenant que l'on perçoit une amélioration de plusieurs indicateurs du marché de l'habitation, notamment des ventes et de la demande de crédit, on sent que d'autres pans de l'économie vont moins bien. C'est le cas des secteurs plus affectés par la guerre commerciale. L'économie devrait néanmoins continuer à progresser – quoiqu'un peu plus lentement – et cela devrait donner au marché immobilier l'oxygène pour poursuivre sa récente amélioration. Une condition nécessaire doit toutefois être maintenue : les taux d'intérêt hypothécaires doivent demeurer bas. Nos prévisions tablent justement sur des taux qui resteront faibles (graphique 15). Cela devrait aider à maintenir un certain

GRAPHIQUE 17
La remontée de l'habitation est un facteur positif pour les ventes au détail



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

GRAPHIQUE 15
Les taux hypothécaires devraient demeurer bas



Sources : Datastream et Desjardins, Études économiques

niveau de nouvelles constructions (graphique 16). Après plusieurs trimestres d'apport négatif, l'investissement résidentiel devrait dorénavant contribuer positivement à la croissance du PIB réel. De plus, la meilleure tenue du marché immobilier résidentiel aura des conséquences positives pour la consommation en soutenant certains types de ventes au détail (graphique 17). Cela dit, il ne faudrait pas non plus que les principaux risques qui menacent l'économie américaine et mondiale se manifestent réellement au cours des prochains mois. Une dégradation de la conjoncture qui amènerait un renversement du marché du travail et une chute de la confiance et des marchés financiers couperait court à l'embellie du marché de l'habitation.

Francis Généreux, économiste principal

Annexe

TABLEAU

Indice S&P/Case-Shiller par ville

	VARIATION EN %			VARIATION 12 MOIS EN %	
	Du sommet des années 2000 au creux des années 2010	Du creux des années 2010 à juin 2019	Du sommet des années 2000 à juin 2019	Moyenne entre 2014 et 2018	Juin 2019
Atlanta	-37,4	78,4	11,6	6,4	4,6
Boston	-17,7	49,3	22,9	5,5	3,9
Charlotte	-17,8	48,6	22,1	5,2	4,6
Chicago	-37,5	35,1	-15,6	3,5	1,6
Cleveland	-21,4	28,9	1,3	3,2	3,5
Dallas	-9,5	67,6	51,7	7,7	2,7
Denver	-11,6	79,7	58,8	8,5	3,4
Détroit	-47,7	90,3	-0,5	6,8	4,2
Las Vegas	-61,6	112,6	-18,4	9,3	5,5
Los Angeles	-41,5	78,6	4,5	6,9	1,6
Miami	-51,0	76,6	-13,4	7,3	2,8
Minneapolis	-36,6	60,5	1,8	5,2	3,8
New York	-25,9	24,7	-7,6	3,5	1,2
Phoenix	-56,4	93,5	-15,7	5,8	5,8
Portland, OR	-29,0	79,9	27,7	8,6	2,4
San Diego	-42,2	78,6	3,1	7,0	1,3
San Francisco	-45,3	122,8	21,8	9,5	0,8
Seattle	-30,5	88,0	30,7	10,1	-1,4
Tampa	-47,6	74,9	-8,4	7,3	4,7
Washington, DC	-32,9	36,9	-8,2	2,7	2,9
Indice des 10 villes	-34,2	53,5	1,0	5,6	1,9
Indice des 20 villes	-33,9	58,1	4,5	6,0	2,2
Indice national	-26,0	53,1	13,2	5,9	3,2

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