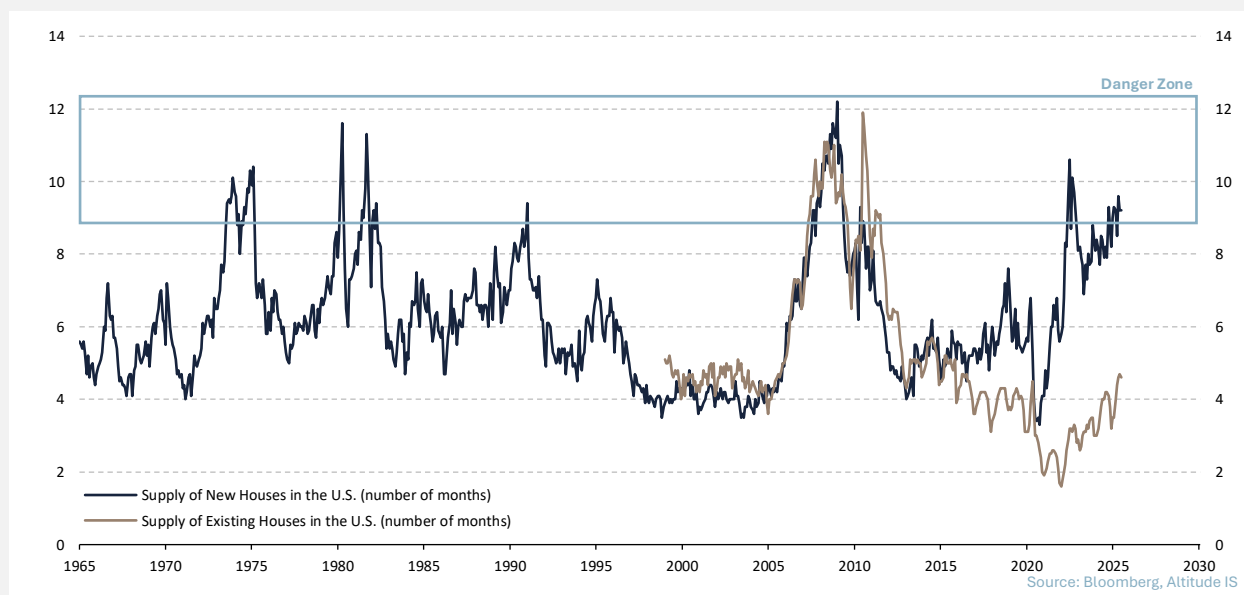


Le fleximadaire qui atteint des sommets – publication du 29 septembre 2025

"LA PROCHAINE CRISE SERA-T-ELLE IMMOBILIÈRE ?"

- La Fed abaissera ses taux pour soutenir le marché de l'emploi...
- ... mais aussi pour apaiser les tensions qui s'intensifient sur le marché immobilier
- Sans cela, le nombre de défauts de paiement risquerait de bondir
- Dans l'intervalle, les REITs doivent continuer d'être scrutés méticuleusement

GRAPHIQUE DE LA SEMAINE : "Qui veut acheter mon stock de maisons, qui ?"



ANALYSE DES MARCHÉS FINANCIERS

La dernière réunion de la Réserve fédérale américaine a semblé n'avoir que peu d'impact sur les marchés financiers, tant la décision d'abaisser les taux directeurs, de 25 points de base à 4.25%, était anticipée. Les investisseurs ont à peine réagi à cette annonce, que ce soit au niveau des obligations, des actions ou des devises. Pourtant, la décision de la Fed et le discours de Jerome Powell, lors de la conférence de presse qui a suivi, ont marqué un véritable tournant de politique monétaire. En effet, même si la dynamique d'inflation continue d'inquiéter les gouverneurs, ces derniers ont pris acte du sérieux ralentissement du marché de l'emploi. **Il est donc désormais certain que la Fed abaissera ses**



taux directeurs au cours des prochains mois et ce, de manière accélérée. Plusieurs éléments permettent d'en attester :

- 1- Lorsque la Fed assouplit sa politique monétaire, les investisseurs ont toujours tendance à sous-estimer l'urgence de la situation. Or, en observant la cadence moyenne des mouvements historiques, il apparaît que les baisses de taux sont non seulement plus longues que prévues, mais qu'elles se font aussi à un rythme soutenu de -35 points de base par mois, contre +22 points mensuels pour les hausses (cf. Fig. 2).
- 2- L'emploi va poursuivre sa descente aux enfers (cf. [Stratégie & Thématiques du 11 août](#)), accentuant les inquiétudes des gouverneurs. Les signaux d'alerte sont légion : le nombre d'offres d'emplois est inférieur au nombre de chômeurs, le taux de démissions s'amenuise, le nombre d'heures travaillées recule, le recours au travail temporaire chute et les intentions d'embauche des petites et moyennes entreprises se tassent. Autant de signes que le refroidissement du marché du travail se généralise et que l'activité économique américaine est en perte de vitesse. Les secteurs les plus sensibles au crédit réduisent leurs effectifs. C'est le cas dans la construction, les biens durables et la distribution. Bientôt, ce seront les services aux entreprises qui seront concernés.
- 3- L'inflation demeurera élevée mais elle pourrait être nettement plus faible que prévu. Certes, les taxes douanières mises en œuvre par l'administration Trump font artificiellement croître les prix mais d'autres facteurs tirent l'inflation vers le bas. Le coup d'arrêt donné à l'immigration et l'exode d'une partie des travailleurs illégaux est en train de tarir la demande locative. Le prix des nouveaux loyers est 9.3% plus bas qu'il y a un an (cf. Fig. 3). Sachant que la composante logement représente 35% de l'indice des prix à la consommation, il ne fait aucun doute que l'inflation sera inférieure aux prévisions.
- 4- La puissante hausse des taux des dernières années a mis du temps à se répercuter dans l'économie réelle, mais elle mord de plus en plus fort. Non seulement la flambée de la charge d'intérêt alourdit les déficits publics, mais une partie des entreprises sont dans l'incapacité de financer leurs investissements, et les ménages ne parviennent plus à souscrire de nouveaux emprunts, qu'ils soient affectés à la consommation ou à l'immobilier.

Fig. 2 – Taux directeurs de la Fed

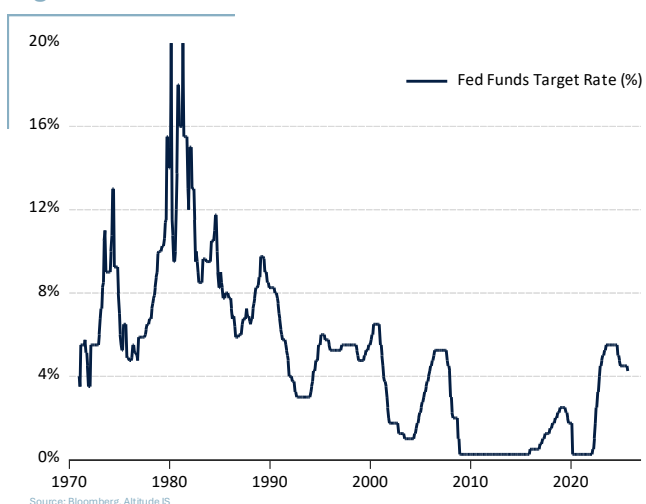
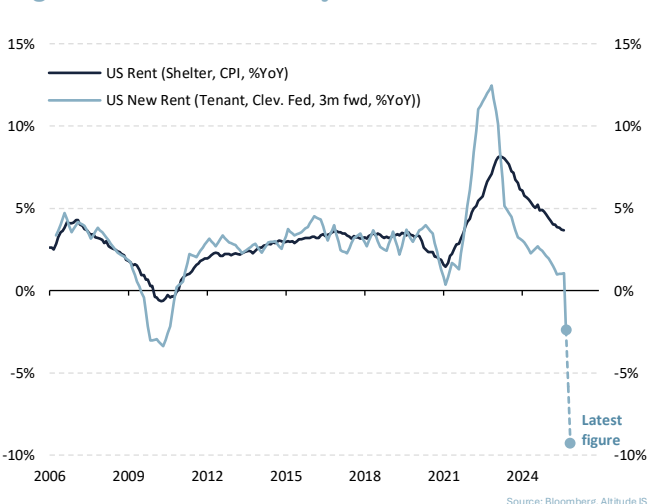


Fig. 3 – Evolution des loyers existants et nouveaux



L'atonie du marché immobilier américain était déjà un vrai sujet d'inquiétude (cf. [Stratégie & Thématiques du 9 juin](#)), **mais il pourrait devenir le catalyseur de la prochaine crise.** Dans nos analyses



précédentes, nous avons mis en exergue le fait que les prix des logements avaient flambé, que les taux d'intérêt hypothécaires étaient devenus plus que dissuasifs et que la capacité des Américains à devenir propriétaires était devenue très faible. Le revenu médian est désormais inférieur au revenu requis pour acheter un logement (*affordability index* inférieur à 100). Pour que l'accessibilité au logement revienne à son niveau de 2014-2020, il faudrait que le prix des logements baisse de 38%, que le taux hypothécaire chute de 6.3% à 2.4%, ou que le revenu des ménages augmente de 60%. En conséquence, trois Américains sur quatre estiment que le moment est "mauvais" pour acheter une maison ou un appartement, neuf ou ancien. Il n'en fallait pas davantage pour que les volumes, puis les prix de vente, s'écrasent progressivement.

D'autres signaux sont venus confirmer, voire accentuer, cette analyse :

- Sous l'effet de nouveaux risques de dérapage budgétaire, notamment dus à l'adoption du *One Big Beautiful Bill Act*, les taux des bons du Trésor à 30 ans ont progressé. Pour le moment, **les intermédiaires financiers compressent leurs marges, de manière à empêcher les taux hypothécaires de prendre l'ascenseur** (cf. Fig. 4). Banques et REITs peuvent se permettre d'agir ainsi car la prime MBS était montée à un niveau élevé en 2022, mais ils devront prochainement préserver leurs marges s'ils veulent respecter leurs contraintes de capital et de liquidité. Sans cela, les REITs verront leur capacité de portage se réduire et leur rentabilité se dégrader.

Fig. 4 – Taux à 30 ans, souverains & hypothécaires

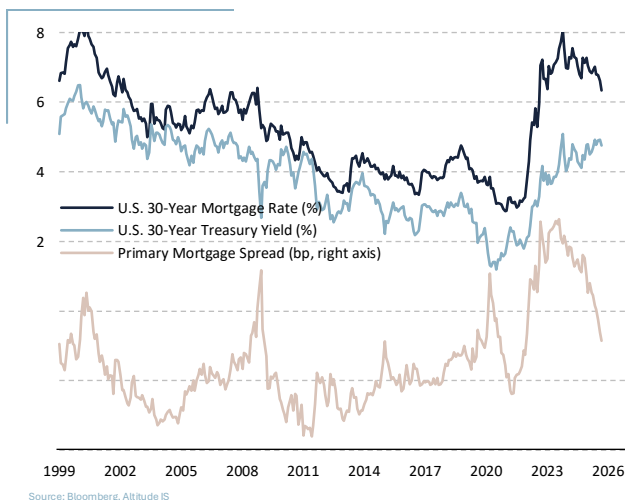
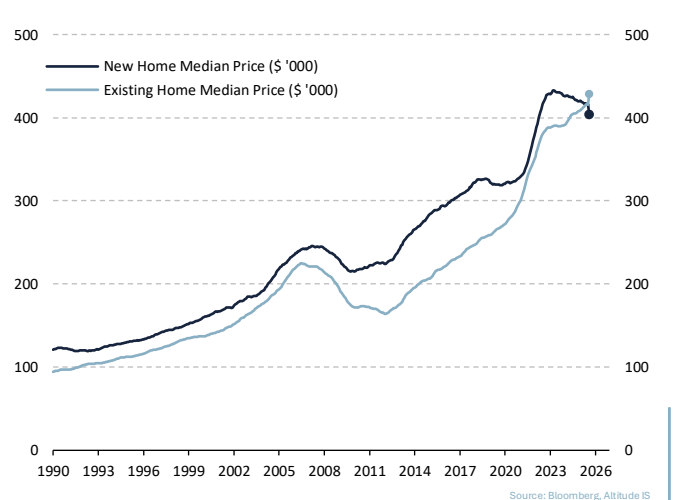


Fig. 5 – Prix des maisons, neuves et existantes



- **Les nouvelles maisons se vendent désormais à des prix inférieurs aux habitations existantes** (cf. Fig. 5). **Ce phénomène est rarissime !** D'ordinaire, les habitations neuves intègrent des matériaux et équipements plus chers, des normes plus exigeantes, des coûts de main-d'œuvre plus élevés et n'ont pas à souffrir d'une dépréciation de leur qualité. Leurs prix sont donc logiquement plus élevés. Aujourd'hui, d'un côté les vendeurs de logements anciens renoncent à déménager car ils n'auront pas la possibilité d'accéder à un crédit aussi bas que celui dont ils disposent, ce qui raréfie l'offre de logements anciens et soutient les prix. De l'autre côté, les promoteurs de logements neufs sont forcés d'écouler leurs stocks de biens construits, sous peine d'être à court de trésorerie. Pour ce faire, ils ajustent leurs prix à la baisse. Les stocks de maisons à vendre, qui étaient déjà à des niveaux historiquement très élevés dans le neuf, vont donc aussi finir par bondir significativement dans l'ancien (cf. Graphique de la semaine).



- **Le nombre d'Américains cherchant une "aide pour son hypothèque" sur Google vient d'atteindre son niveau de 2008, lors de la crise des subprimes** (cf. Fig. 6). Ce dernier signal d'alarme doit toutefois être nuancé par le fait que le moteur de recherche a modifié sa méthode de collecte des données. Par ailleurs, cette question ne concerne pas uniquement les personnes qui cherchent à obtenir un allègement de leurs paiements hypothécaires, mais elle inclut également celles qui se renseignent sur les demandes d'hypothèques. Preuve s'il en faut, les propriétaires continuent de payer leurs échéances. Les défauts de paiement sont en progression mais demeurent inférieurs à 2%, contre plus de 4% en 2008 et près de 10% en 2009 (cf. Fig. 7).

Fig. 6 – Recherches Google d'aide hypothécaire

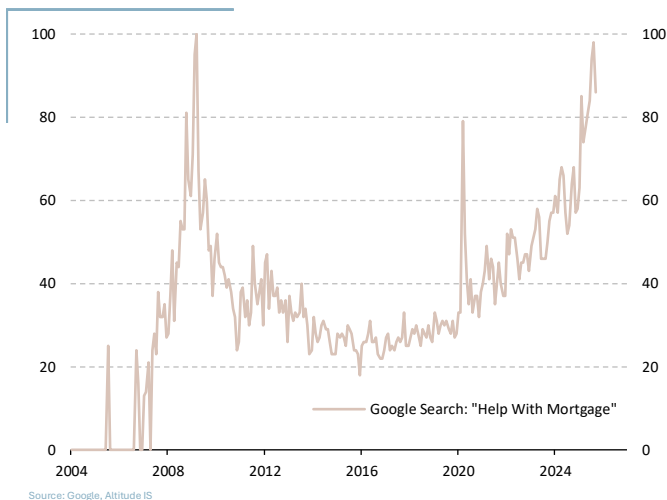
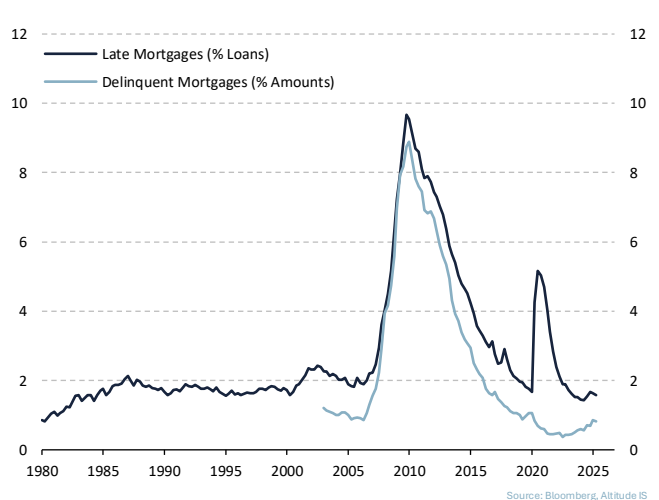


Fig. 7 – Défauts de paiement hypothécaire



Sur le marché des actions, l'indice Footsie Nareit All Equity, qui englobe 141 foncières américaines, est tout juste au-dessus de l'équilibre depuis le 1^{er} janvier. Il souffre et **continuera à souffrir de la compression du spread entre les taux hypothécaires et les obligations souveraines à 30 ans** (cf. Fig. 8). Les poids lourds de l'industrie, exposés à la logistique, au stockage, à la santé ou aux infrastructures numériques (Welltower, American Tower, Prologis, Simon Property) parviennent à rester en territoire positif. Ces sociétés sont protégées par une demande inélastique. À l'autre bout du spectre, les foncières de bureaux, d'hôtellerie et de centres commerciaux (SL Green, Hudson Pacific, Alexandria), très endettées, sont rattrapées par la hausse du coût du capital. Malgré leur récent rebond, elles abandonnent environ -10% (cf. Fig. 9).

Fig. 8 – REITs américains

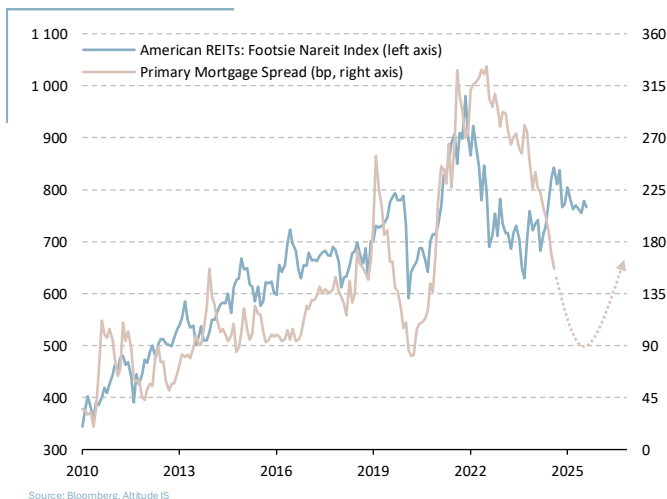
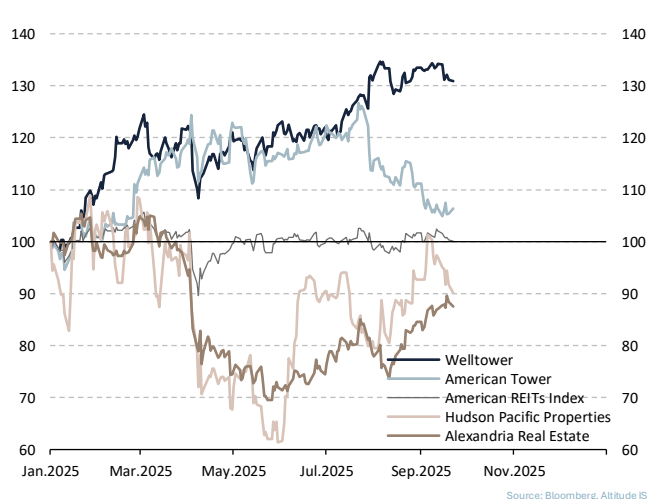


Fig. 9 – Sélection de REITs américains





Conclusion :

Sans conteste, la prochaine crise pourrait venir de l'immobilier. Ce secteur fait partie des "usual suspects" lorsque des tensions se font sentir sur le marché obligataire. Pour les investisseurs qui scrutent les REITs, la sélectivité est impérative. Plus que jamais, un assouplissement monétaire dynamique de la part de la Fed leur serait nécessaire.



RENDEMENT DES ACTIFS FINANCIERS

Markets Performances (local currencies)	Last Price	Momentum Indicator (RSI)	1-Week (%)	1-Month (%)	2025 Year-to-Date (%)	2024 (%)	2023 (%)
Equities							
World (MSCI)	977.0	62.94	-0.5%	2.7%	17.9%	18.0%	22.8%
USA (S&P 500)	6 644	62.69	-0.3%	2.9%	14.0%	25.0%	26.3%
USA (Dow Jones)	46 247	60.77	-0.1%	2.0%	10.1%	15.0%	16.2%
USA (Nasdaq)	22 484	63.49	-0.6%	4.4%	17.0%	29.6%	44.7%
Euro Area (DJ EuroStoxx)	579.8	58.61	0.6%	1.3%	18.1%	10.2%	19.5%
UK (FTSE 100)	9 285	58.85	0.8%	0.3%	16.8%	9.6%	7.7%
Switzerland (SMI)	11 930	39.95	-1.5%	-1.8%	6.1%	7.5%	7.1%
Japan (Nikkei)	44 954	67.06	0.7%	7.1%	15.0%	21.3%	31.0%
Emerging (MSCI)	1 326	58.21	-1.1%	4.2%	26.2%	8.0%	10.2%
Brasil (IBOVESPA)	145 447	64.02	-0.3%	5.6%	20.9%	-10.4%	22.3%
Mexico (IPC)	62 307	67.86	1.8%	7.4%	29.3%	-11.0%	22.4%
India (SENSEX)	80 733	38.85	-2.7%	-0.4%	4.1%	9.6%	20.3%
China (CSI)	4 598	60.84	1.1%	2.3%	18.3%	18.2%	-9.1%
Com. Services (MSCI World)	159.8	60.51	-2.3%	5.8%	29.1%	31.9%	38.1%
Cons. Discretionary (MSCI World)	459.2	58.99	-0.9%	3.0%	9.9%	20.7%	29.5%
Cons. Staples (MSCI World)	286.6	32.85	-1.4%	-2.2%	7.2%	4.7%	3.2%
Energy (MSCI World)	266.1	69.08	3.4%	4.2%	14.3%	2.9%	6.0%
Financials (MSCI World)	215.6	54.29	-0.6%	0.6%	22.6%	25.1%	16.4%
Health Care (MSCI World)	351.7	40.96	-1.7%	-1.3%	2.2%	1.5%	4.1%
Industrials (MSCI World)	454.6	54.49	-0.2%	0.9%	22.4%	12.8%	22.5%
Info. Tech. (MSCI World)	928.1	65.59	0.0%	6.0%	21.4%	31.9%	51.4%
Materials (MSCI World)	366.1	61.27	0.4%	2.7%	22.1%	-7.7%	12.6%
Real Estate (MSCI World)	1 009	48.03	-0.2%	-0.5%	6.1%	-0.4%	5.3%
Utilities (MSCI World)	189.1	61.51	2.0%	1.8%	20.9%	13.0%	1.6%
Bonds (Bloomberg)							
World (Aggregate)	3.50%	46.10	-0.5%	0.5%	7.4%	-1.7%	5.7%
USA (Sovereign)	3.97%	52.00	-0.2%	0.8%	5.1%	0.6%	4.1%
Euro Area (Sovereign)	2.89%	47.98	0.0%	0.2%	0.0%	1.9%	7.1%
Germany (Sovereign)	2.48%	47.22	0.1%	0.0%	-1.3%	0.6%	5.6%
UK (Sovereign)	4.69%	44.82	-0.2%	0.3%	2.9%	-3.0%	5.6%
Switzerland (Sovereign)	0.38%	61.41	0.0%	0.6%	1.3%	5.4%	7.9%
Japan (Sovereign)	1.46%	32.76	-0.2%	-0.3%	-2.7%	-2.1%	0.9%
Emerging (Sovereign)	6.30%	59.60	0.2%	1.4%	9.4%	7.0%	11.0%
USA (IG Corp.)	4.84%	54.35	-0.2%	1.2%	6.6%	2.1%	8.5%
Euro Area (IG Corp.)	3.12%	53.09	-0.1%	0.2%	2.6%	4.7%	8.2%
Emerging (IG Corp.)	6.02%	60.98	-0.3%	0.7%	7.2%	7.0%	6.7%
USA (HY Corp.)	6.71%	64.77	-0.3%	0.7%	7.1%	8.2%	13.4%
Euro Area (HY Corp.)	5.28%	73.19	0.0%	0.5%	4.6%	8.2%	12.1%
Emerging (HY Corp.)	7.81%	55.65	0.1%	0.9%	9.2%	14.9%	13.1%
World (Convertibles)	527.8	67.91	-0.8%	3.6%	19.9%	9.4%	12.3%
USA (Convertibles)	696.6	67.79	-0.8%	4.2%	16.4%	10.1%	14.6%
Euro Area (Convertibles)	287.6	52.66	0.2%	-0.6%	23.6%	14.7%	7.3%
Switzerland (Convertibles)	273.7	41.68	-0.1%	-0.5%	13.7%	-10.5%	5.8%
Japan (Convertibles)	250.8	71.25	0.9%	2.3%	10.7%	6.4%	7.6%
Hedge Funds (Bloomberg)							
Hedge Funds Industry	1 730	86.23	n.a.	1.9%	7.4%	11.1%	7.8%
Macro	1 375	71.70	n.a.	1.8%	2.4%	7.4%	1.6%
Equity Long Only	2 396	77.46	n.a.	1.5%	8.4%	12.0%	15.9%
Equity Long/Short	1 864	85.67	n.a.	2.5%	11.2%	14.0%	7.7%
Event Driven	1 834	83.23	n.a.	1.9%	6.3%	8.7%	7.3%
Fundamental Equity Mkt Neutral	1 795	95.36	n.a.	2.2%	8.7%	12.4%	6.6%
Quantitative Equity Mkt Neutral	1 753	85.30	n.a.	0.7%	5.3%	9.8%	7.8%
Credit	1 679	97.77	n.a.	0.9%	5.2%	8.5%	8.1%
Credit Long/Short	1 695	100.00	n.a.	0.3%	4.1%	10.0%	11.2%
Commodity	1 921	91.63	n.a.	1.2%	7.4%	14.7%	7.3%
Commodity Trading Advisors	1 308	52.88	n.a.	2.2%	-2.5%	7.9%	-3.6%
Volatility							
VIX	15.29	47.00	-1.0%	4.6%	-11.9%	39.4%	-42.5%
VSTOXX	16.71	49.37	6.7%	-7.2%	-1.7%	25.3%	-35.0%
Commodities							
Commodities (CRB)	546.1	n.a.	-0.2%	-1.8%	1.8%	5.1%	-8.0%
Gold (Troy Ounce)	3 807	n.a.	1.6%	10.4%	45.0%	27.2%	13.1%
Silver (Troy Ounce)	46.79	n.a.	6.2%	17.8%	61.9%	21.5%	-0.7%
Oil (WTI, Barrel)	65.72	n.a.	4.9%	3.9%	-8.4%	0.1%	-10.7%
Oil (Brent, Barrel)	71.93	n.a.	7.3%	6.6%	-2.9%	-4.6%	-4.5%
Currencies (vs USD)							
USD (Dollar Index)	97.93	51.50	0.6%	0.2%	-9.7%	7.1%	-2.1%
EUR	1.1725	50.30	-0.7%	0.3%	13.2%	-6.2%	3.1%
JPY	148.83	43.62	-0.7%	-1.2%	5.6%	10.3%	-7.0%
GBP	1.3439	45.94	-0.6%	-0.5%	7.4%	-1.7%	5.4%
AUD	0.6569	49.26	-0.5%	0.4%	6.2%	-9.2%	0.0%
CAD	1.3922	37.96	-0.7%	-1.3%	3.3%	-7.9%	2.3%
CHF	0.7963	51.55	-0.5%	0.5%	14.0%	-7.3%	9.9%
CNY	7.1207	57.84	-0.1%	0.1%	2.5%	-2.7%	-2.8%
MXN	18.336	62.41	0.1%	1.7%	13.6%	18.5%	14.9%
EM (Emerging Index)	1 837.9	43.06	-0.6%	0.2%	6.4%	-0.7%	4.8%
XBT	111 747	n.a.	-1.6%	3.7%	19.2%	120.5%	157.0%

Source: Bloomberg, Altitude Investment Solutions

Total Return by asset class (Negative \ Positive Performance)



AVERTISSEMENT DE RESPONSABILITÉ

Ce document est émis par Altitude Investment Solutions (ci-après “Altitude IS”). Il n'est pas destiné à être distribué, publié ou utilisé dans une juridiction où une telle distribution, publication ou utilisation serait illégale, et il ne vise pas non plus toute personne ou entité à qui il serait illégal d'adresser un tel document.

Ce document est fourni à titre d'information seulement. Il ne constitue pas une offre ou une recommandation de souscription, d'achat, de vente ou de détention de valeurs mobilières ou d'instruments financiers. Il contient les opinions Altitude IS, à la date d'émission. Ces opinions et l'information contenues dans le présent document ne tiennent pas compte de la situation, des objectifs ou des besoins particuliers d'une personne. Aucune déclaration n'est faite en vue d'indiquer qu'un investissement ou une stratégie est approprié(e) ou adapté(e) aux circonstances individuelles ou qu'un investissement ou une stratégie constitue une recommandation personnelle à quelque investisseur. Chaque investisseur doit prendre ses propres décisions indépendantes concernant les titres ou instruments financiers mentionnés dans le présent document. Le traitement fiscal dépend de la situation particulière de chaque client et peut faire l'objet de modifications à l'avenir. Altitude IS ne fournit pas de conseils fiscaux. Par conséquent, vous devez vérifier les informations ci-dessus et tous les autres renseignements fournis dans le document ou les passer en revue avec vos conseillers fiscaux externes.

Les investissements sont soumis à un nombre varié de risques. Avant de conclure une transaction, l'investisseur devrait consulter son conseiller en placements et, au besoin, obtenir des conseils professionnels indépendants sur les risques, ainsi que sur les conséquences juridiques, réglementaires, de crédit, fiscales et comptables. Les informations et analyses contenues dans le présent document sont basées sur des sources considérées comme fiables. Toutefois, Altitude IS ne garantit ni l'actualité, l'exactitude ou l'exhaustivité de l'information contenue dans ce document, et n'accepte aucune responsabilité pour toute perte ou dommage résultant de son utilisation. Toutes les informations et opinions ainsi que les prix, les évaluations de marché et les calculs indiqués peuvent être modifiés sans préavis. Le rendement passé n'est pas une garantie du rendement actuel ou futur, et l'investisseur peut recevoir un capital inférieur à celui qu'il a investi. Les investissements mentionnés dans le présent document peuvent comporter des risques difficiles à quantifier et à intégrer dans une évaluation d'investissement. En général, les produits tels que les actions, les obligations, les prêts de titres, les devises ou les instruments du marché monétaire comportent des risques, qui sont plus élevés dans le cas des produits dérivés, structurés et de capital-investissement ; ces produits sont destinés uniquement aux investisseurs qui sont capables de comprendre leur nature et leurs caractéristiques et de supporter les risques qui leur sont associés. Sur demande, Altitude IS se fera un plaisir de fournir aux investisseurs des informations plus détaillées sur les risques associés à des instruments donnés.

La valeur de tout investissement dans une devise autre que la devise de base d'un portefeuille est soumise aux taux de change. Ces taux peuvent fluctuer et avoir une incidence négative sur la valeur du placement lorsqu'il est réalisé et reconverti dans la devise de base de l'investisseur. La liquidité d'un placement dépend de l'offre et de la demande. Certains produits peuvent ne pas avoir un marché secondaire bien établi ou, dans des conditions de marché extrêmes, peuvent être difficiles à évaluer, ce qui entraîne une volatilité des prix et rend difficile l'obtention d'un prix de cession de l'actif. Si des opinions d'analystes financiers sont contenues dans le présent document, ces analystes attestent que toutes les opinions exprimées reflètent fidèlement leurs points de vue personnels sur un instrument donné. Afin d'assurer leur indépendance, il est expressément interdit aux analystes financiers de détenir des titres appartenant à l'univers de recherche qu'ils couvrent. Altitude IS peut détenir des positions sur les titres mentionnés dans le présent document pour et au nom de ses clients et/ou ces titres peuvent être inclus dans les portefeuilles des fonds d'investissement gérés par Altitude IS.

