

## Marchés : Relance de l'immobilier au détriment des obligations

**Le début d'un nouveau cycle de taux bouleverse les paramètres de rendement et de risque. L'immobilier sera encore plus recherché pour remplacer l'absence de rendement obligataire.**

### Points clés

- Un nouveau cycle de taux se met en place
- Risques accrus de monétisation de la dette
- L'immobilier bénéficie d'une conjonction de facteurs très favorable
- Rendement immobilier remplacera l'absence de rendement obligataire
- Processus durable de réallocation en faveur de l'immobilier au détriment des obligations
- Immobilier suisse performant mais une gestion active ajoute de la valeur
- L'immobilier international plus optimal qu'il n'y paraît
- Facteurs tactiques et stratégiques positifs

### Un nouveau cycle de taux se met en place en 2013 et bouleverse les paramètres de risques

L'hiver 2012-2013 marquera sans doute le point d'inflexion de la tendance baissière des taux d'intérêt.

Les taux des obligations de la Confédération à dix ans ont effectivement rebondi de 0.5% à 0.9%, marquant ainsi une première contraction depuis le point bas d'août 2012.

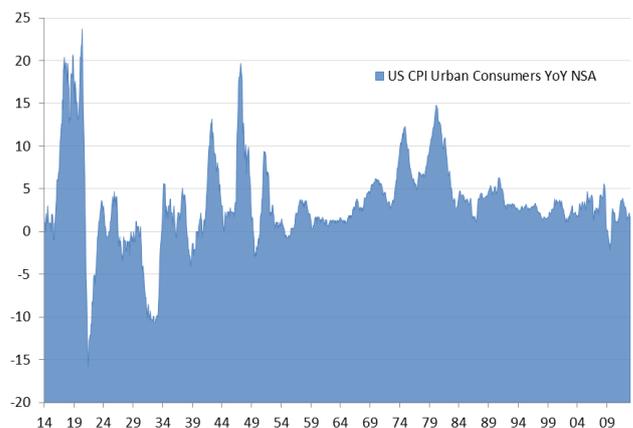
**Après vingt ans de « bull market » obligataire, les obligations, qui offraient un rendement sans risque de 7% en 1992, sont aujourd'hui une classe d'actifs risquée sans rendement (0.5% août 2012).**

Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt du trésor américain à dix ans sont entrés dans leur trente-troisième année de baisse et ont chuté de 16% en 1981 à moins de 2% aujourd'hui. Les risques de voir ces taux rebondir rapidement au-delà de 3% sont à notre avis non négligeables.

Cette tendance devrait se mettre en place en 2013 dans la plupart des pays et changer assez radicalement l'appréciation des risques des obligations.

Alors que l'économie mondiale semble sortir de la crise au prix d'une explosion des bilans des banques centrales et d'un niveau d'endettement des gouvernements supérieur à celui observé après la deuxième guerre mondiale, la tentation est grande d'imaginer aujourd'hui que la réduction du ratio dette/PIB se fasse à nouveau par une **monétisation de la dette**.

### Taux annuel d'inflation USA 1914-2013



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Depuis le pic d'inflation d'après-guerre à 20%, puis celui de 15% lors du choc pétrolier des années 70, l'inflation est restée contenue entre 1% et 5% aux Etats-Unis, à l'exception des chiffres négatifs enregistrés à l'éclatement de la crise financière. Le niveau d'inflation pourrait malgré tout sensiblement progresser et toucher à nouveau 4-5% comme ce fut le cas en 2011 et dépasser durablement sa moyenne des 30 dernières années.

**Dans ce contexte, les taux longs ne peuvent désormais que remonter avec le retour même modéré des anticipations inflationnistes.**

L'ampleur des anticipations dépendra d'une part de la capacité des banques centrales à normaliser leurs politiques monétaires lorsque le cycle conjoncturel sera plus vigoureux et d'autre part de la volonté des gouvernements de réduire leur endettement.

### Le rendement immobilier compensera l'absence de rendement des obligations

Croissance modérée, inflation et remontée des taux longs constitueront le nouvel environnement des marchés financiers pour les prochaines années. C'est donc bien à un total renversement de paradigme auquel les investisseurs devront se préparer en particulier sur les marchés obligataires. Ils devront faire face à de nouveaux enjeux et adopter des stratégies différentes de celles suivies pendant la baisse séculaire des taux.

**L'absence de rendement sur les placements à revenu fixe provoquera aussi un ajustement des allocations d'actifs, certainement plus orientées en placements immobiliers au détriment des obligations.**

Nous attendons donc un rebalancement progressif des allocations défensives en obligations au profit de l'immobilier.

La prochaine hausse des taux longs sera probablement beaucoup plus le fait d'un processus durable de réallocation d'actifs en faveur des autres classes d'actifs, que d'un changement d'anticipations liées à une remontée brutale de l'inflation.

Ce phénomène devrait être positif pour l'immobilier qui a tendance à bénéficier d'un environnement économique plus soutenu accompagné d'une remontée progressive de l'inflation et des taux d'intérêt.

Nous excluons le cas négatif pour l'immobilier peu probable dans le contexte actuel d'un choc brutal de taux accompagné d'une inflation supérieure à la moyenne historique.

**Le rendement du dividende des placements immobiliers est aujourd'hui d'environ 3% en moyenne pour les fonds de placement suisses, de 4% pour les sociétés immobilières et de 4% pour les fondations d'investissement.**

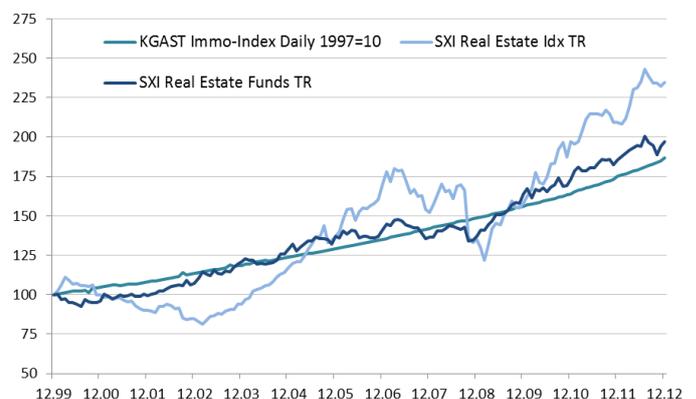
**A l'étranger, le rendement des REITs dans des localisations de premier ordre oscille entre 3.5%-4.5% (Hong-Kong, Singapour, Tokyo, Londres et Paris) et 8%-10% dans les marchés émergents (Dubai, Moscou, Sao Paolo et Mumbai).**

### L'immobilier suisse indirect comme 1<sup>ère</sup> diversification en dehors des obligations suisses

Parmi les trois formes de placements immobiliers disponibles aux investisseurs, une est réservée aux investisseurs institutionnels, mais la réalité du marché en 2013 limite fortement cette dernière opportunité en raison de la fermeture graduelle des fondations immobilières à de nouveaux investisseurs. Les performances et volatilités de ces trois formes de placements immobiliers ont été assez variables au cours de ces dernières années. Les facteurs influençant les valorisations et les perspectives de chaque forme de placement étant sensiblement différents.

L'indice **KGAST Immobilier** fréquemment utilisé par les caisses de pensions pour évaluer la performance de **l'immobilier suisse institutionnel** détenu sous la forme de fondations spécialisées pour institutions de prévoyance a historiquement enregistré la plus faible volatilité et la moins bonne performance à long terme des trois formes de placement. Cet indice est composé de 25 fondations immobilières de 15 promoteurs, représentant **24.8 milliards** de placements immobiliers suisses (habitation ou commercial). Il exclut donc toute exposition immobilière à l'étranger. Les parts ne sont pas cotées, leur valorisation est issue de la valeur d'inventaire nette et les dividendes sont intégrés dans le calcul de performance. Environ la moitié de ces fondations sont aujourd'hui ouvertes et disponibles sans restrictions pour les investisseurs, ce qui réduit sensiblement le recours à cette forme de placement. La seconde forme de placements immobiliers indirects la plus utilisée est représentée par les fonds de placements immobiliers suisses. Les indices **SXI Real Estate** de la Swiss Exchange permettent d'apprécier l'évolution des deux autres formes de placements immobiliers indirects suisses. L'indice **SXI Real Estate Funds** intègre **23 fonds immobiliers suisses** pour une valeur boursière totale d'environ **25.6 milliards** de francs, tandis que l'indice **SXI Real Estate Shares** est composé de **10 sociétés immobilières** cotées représentant environ **12 milliards** de capitalisation boursière.

#### Performances 1999-2012 de l'immobilier suisse



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

Ces trois formes de placement ont des caractéristiques différentes en termes de rendement et de volatilité. Leurs degrés de corrélation avec les marchés actions et obligations divergent également comme d'ailleurs leurs spécificités en matière de négociabilité, de traitement fiscal et de valorisation. Le graphique ci-dessus montre clairement les effets des méthodes de valorisation sur la volatilité, notamment dans le cas de l'indice KGAST, particulièrement lisse en comparaison des deux autres indices, dont les valorisations quotidiennes intègrent, comme pour les marchés actions, les perspectives des investisseurs et leurs appréciations des risques à court ou moyen terme.

### **Une gestion active de l'allocation entre les diverses formes de placements immobiliers en Suisse ajoute donc clairement de la valeur.**

En Suisse, le succès d'une stratégie immobilière passe par la détermination adéquate de plusieurs paramètres :

- cycle économique
- allocation tactique entre fonds et sociétés immobilières
- distribution entre résidentiel ou commercial
- répartition géographique
- rendement, valorisation, prime de risque

### **L'immobilier international indirect comme 2<sup>ème</sup> diversification en dehors des obligations**

L'allocation dans l'immobilier international se fait le plus souvent par le biais de REITs (Real Estate Investment Trust), qui se sont considérablement développés à travers le monde durant la dernière décennie. Alors que leurs structures légales varient d'un pays à l'autre, tous les REITs ont en commun un revenu découlant essentiellement de biens immobiliers et une obligation d'en distribuer la majeure partie sous forme de dividendes à leurs investisseurs – à titre d'exemple au minimum 90% pour les REITs américains. De plus, les REITs sont des structures efficaces d'un point de vue fiscal puisqu'ils sont exemptés d'impôts sur les sociétés.

### **Malgré leur corrélation élevée avec les marchés actions, les REITs ont un profil de rendement qui reflète à terme celui des sous-jacents immobiliers dans lesquels ils sont investis.**

En effet, les indices d'immobilier direct et les indices d'immobilier coté ont des profils de rendement/risque très similaires, une fois les indices cotés ajustés pour les ratios d'endettement, les stratégies, les méthodes d'évaluation, ainsi que pour leur exposition géographiques et sectorielles.

Nous avons vu plus haut qu'en Suisse, l'univers d'investissement est limité à environ 40 véhicules de placement dont les stratégies sont en fait assez similaires.

### **Sur le plan international au contraire, l'univers d'investissement est particulièrement large et offre des opportunités de diversifications très importantes.**

Le marché suisse représente moins de 1% du marché immobilier mondial de qualité institutionnelle ce qui est aussi une justification de l'élargissement des opportunités de placements immobiliers à l'international (cf. étude BBGI Group SA « Impact de l'introduction de l'immobilier sur la performance et le risque des stratégies d'investissement soumises à l'OPP 2 » - 2012).

### **Par ailleurs au-delà de l'argument du rendement plus élevé de l'immobilier international, c'est aussi la performance à long terme et surtout la très faible corrélation entre les marchés immobiliers internationaux et le marché suisse, qui en font un candidat privilégié pour améliorer la diversification des placements et la détermination d'une stratégie d'investissement plus optimale.**

Avec une corrélation moyenne de 0.82 entre le SPI et le MSCI World contre une corrélation de seulement 0.03 entre l'indice Rüd Blass Immobilier suisse et l'indice FTSE EPRA/NAREIT Developed Global Real Estate, on constate effectivement une corrélation très importante entre les marchés actions, alors que celle-ci est nulle entre les fonds immobiliers suisses et les fonds immobiliers internationaux. De plus, il convient de relever que durant les dernières années, la corrélation entre le SPI et le MSCI World se trouve même au-dessus de la moyenne historique, alors que les fonds immobiliers suisses et internationaux ont vu leur corrélation diminuer. Contrairement aux entreprises multinationales cotées, les fonds immobiliers bénéficient d'un ancrage réel dans l'économie des pays où ils sont cotés et sont donc plus exposés aux risques nationaux qu'internationaux, leurs corrélations sont donc également plus faibles. A cela s'ajoute le risque spécifique de l'immobilier et des secteurs qui le composent. (cf. étude BBGI Group SA « Impact de l'introduction de l'immobilier sur la performance et le risque des stratégies d'investissement soumises à l'OPP 2 » - 2012).

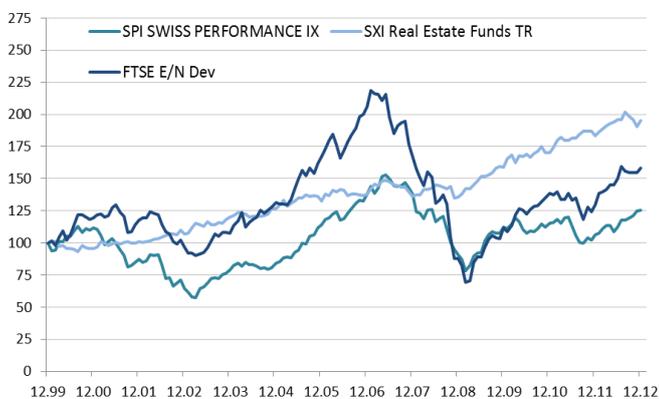
Il est aussi intéressant d'observer que depuis décembre 1999, la performance en francs suisses de l'immobilier international est similaire à celle des actions suisses. Malgré la crise financière, qui a détruit près de 70% de la valeur boursière des fonds de placements immobiliers internationaux, l'indice mondial progresse de +2.73%/an contre +2.93%/an pour les actions suisses. L'immobilier suisse surpasse sur cette période la progression des fonds immobiliers internationaux et des actions suisses (+4.59%/an).

La perception négative, encore très présente dans l'esprit de nombreux investisseurs, à l'égard de l'immobilier international doit désormais être révisée à la lumière des performances réalisées par le secteur en 2012 (+27% en francs suisses), mais surtout depuis mars 2009. Car la reprise de l'immobilier ne date pas d'hier. En effet, depuis le mois de mars 2009, les fonds immobiliers internationaux ont rebondi de +160% (FTSE EPRA/NAREIT Developed Index) et se situent malgré cette hausse impressionnante encore à 43% seulement de leur sommet de 2007. Cet indice incorpore des REITs et des sociétés immobilières des pays développés et correspond en Suisse à l'indice SIX Swiss Real Estate qui est aussi composé de fonds de placement et de sociétés immobilières cotées.

Les loyers commerciaux dans des localisations de premier plan devraient pouvoir progresser tandis que les taux de vacance pourraient déjà diminuer dans la seconde partie de l'année. Du côté des prix de l'immobilier des habitations, le dernier rapport du NAR (National Association Realtors) indiquait cette semaine que les prix avaient progressé dans près de 90% des villes des Etats-Unis au dernier trimestre 2012. La hausse moyenne sur un an pour les maisons familiales s'est établie à +10%, ce qui constitue la plus forte progression annuelle depuis 2005.

**L'amélioration des perspectives de l'immobilier aux Etats-Unis dans les secteurs commerciaux et résidentiel devrait se poursuivre et s'accompagner de tendances similaires sur le plan international.**

### Immobilier & actions suisses, immobilier monde



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

### L'immobilier stratégiquement et tactiquement intéressant en 2013

L'année 2012 était exceptionnelle pour l'immobilier international. Les marchés immobiliers débutent l'année 2013 sur une note plus optimiste, notamment en raison des changements d'appréciation des investisseurs en matière de risque. Le besoin de rendement dans un environnement de taux historiquement bas couplé au renforcement probable du cycle conjoncturel mondial a certes favorisé le processus de réinvestissement progressif en cours sur le secteur. Le marché de l'immobilier devrait bénéficier de cette amélioration.

Si l'immobilier est donc redevenu un actif particulièrement intéressant sur le plan tactique, il convient de rappeler quelques une des conclusions de l'étude récente que nous avons menée sur le rôle de l'immobilier dans la gestion de portefeuilles. **Des conclusions qui apportent des arguments stratégiques et académiques à l'introduction de l'immobilier dans une stratégie de placement diversifiée** (cf. étude BBGI Group SA « Impact de l'introduction de l'immobilier sur la performance et le risque des stratégies d'investissement soumises à l'OPP 2 » - 2012).

L'inclusion de l'immobilier dans une stratégie diversifiée :

- Réduit les risques
- Améliore la performance
- Permet l'élargissement des bornes des frontières efficaces
- Remplace avantageusement les obligations
- L'immobilier international est finalement plus optimal qu'il n'y paraît

### Conclusion

**Les placements immobiliers devraient encore bénéficier ces prochaines années d'une conjonction de facteurs très favorable.**

**L'augmentation de l'exposition à l'immobilier international est une diversification efficace.**

BBGI Group est soumis à l'Autorité de surveillance des marchés financiers (FINMA) et offre les services suivants à ses clients suisses et internationaux :

- Gestion institutionnelle
- Gestion de patrimoine privé
- Fonds de placement
- Conseil indépendant pour clients institutionnels et privés
- Gestion active du risque monétaire
- Placement immobilier

*Information importante : Ce document et ses annexes sont confidentiels et destinés exclusivement à leur destinataire et ne peuvent être donc reproduits sans l'accord écrit explicite de BBGI Group. Ceux-ci sont mis à disposition à titre informatif et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. BBGI Group ne peut être tenu pour responsable de n'importe quelle décision prise sur la base des informations mentionnées, qui ne constituent d'ailleurs pas non plus un conseil, lié ou non à des produits ou services financiers. Ce document et ses annexes sont basés sur des informations disponibles publiquement. En aucune circonstance, ces derniers ne peuvent être utilisés ou considérés comme un engagement de leurs auteurs. BBGI Group s'efforce d'utiliser des informations réputées fiables et ne peut être tenu pour responsable de leur exactitude et de leur intégralité. D'autre part, les opinions et toutes les informations fournies peuvent faire l'objet de modification sans avis préalable. Les prix ou marges mentionnés ne sont qu'indicatifs et restent sujets à modification sans préavis en fonction de l'évolution des conditions des marchés. Les performances passées et simulations ne sont pas représentatives des résultats futurs. Les opinions, vues et prévisions exprimées dans ce document et ses annexes reflètent les vues personnelles de leurs auteurs et ne traduisent pas les opinions de BBGI Group.*

**BBGI Group**  
Rue Sigismond Thalberg no 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch