



## L'immobilier international profitera de la reprise conjoncturelle

**La hausse des taux US devrait être graduelle et pourra être compensée par une poursuite de la progression des loyers. Hausse des POOC en 2015. Opportunités en Asie et en Europe.**

### Points clés

- Surperformance du secteur immobilier américain
- Indice EPRA NAREIT USA : +20% YTD
- L'Europe est très en retard avec +12.6%
- L'immobilier US surclasse les actions américaines et internationales
- La baisse des taux soutient la hausse des valeurs immobilières aux Etats-Unis et au Royaume-Uni
- La baisse des taux plus significative en Europe ne développe pas encore d'effet notable
- L'incertitude se concentre désormais sur le « timing » et le rythme des hausses de taux
- Les niveaux des loyers et des POOC devraient encore augmenter en 2015
- L'immobilier international poursuivra sa hausse
- Privilégier l'Asie et l'Europe

### Surperformance très nette du marché immobilier américain en 2014

Le secteur immobilier coté aux Etats-Unis a très nettement surperformé les autres marchés en 2014.

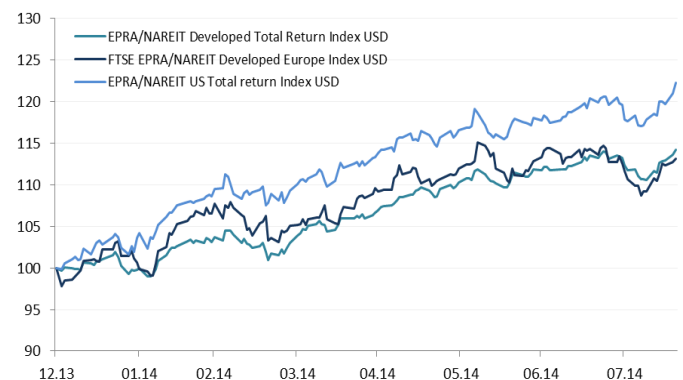
L'indice EPRA NAREIT USA est déjà en hausse de +20% depuis le début de l'année. L'indice Bloomberg NAREIT enregistre lui aussi une hausse de +18% et confirme la bonne tenue des placements liés à l'immobilier en Amérique du Nord en 2014. Cette excellente performance absolue surpasse également très nettement celle des actions américaines (+7%) et internationales (+4.6%).

Cette progression de +20% est par ailleurs presque deux fois plus importante que la hausse observée sur le marché européen, à en juger par le résultat obtenu par l'indice EPRA NAREIT Europe (+12.6% en dollars) et celui de l'indice international

EPRA NAREIT Global, en hausse de +13.1% sur la période.

Le secteur immobilier américain a donc très largement bénéficié des conditions de financement particulièrement favorables orchestrées par la Réserve fédérale américaine et par les perspectives de reprise conjoncturelles plus concrètes aux Etats-Unis qu'en Europe notamment.

### Indices EPRA NAREIT 2014 (Etats-Unis, Europe et Monde)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

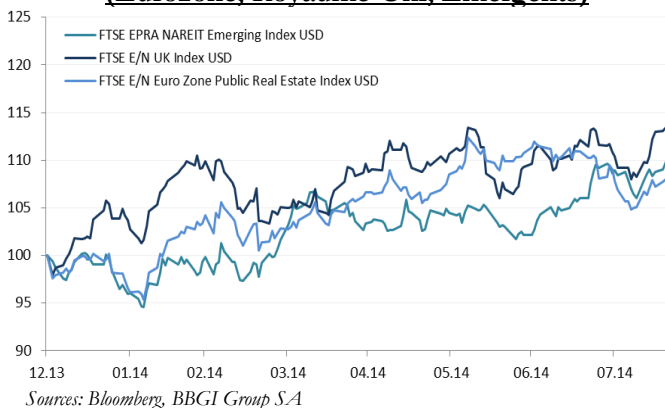
La progression de l'immobilier titrisé américain a suivi au cours des huit derniers mois une tendance assez régulière, à l'image du marché des actions. Une plus grande volatilité est cependant observable sur les autres zones géographiques.

Le marché immobilier du Royaume-Uni a certainement plus rapidement bénéficié des mesures de soutien de la Banque d'Angleterre. Il enregistrait les premières hausses de cours en janvier et progressait déjà de +10% en livres sterling, alors que l'immobilier de la zone euro et celui des marchés émergents avaient des difficultés à afficher des résultats positifs jusqu'en février, pour le premier, et jusqu'en mars pour le second. L'immobilier européen reprenait alors le leadership avec la baisse régulière des

taux longs. Juin marquait le point maximum de performance relative et absolue, tandis que l'immobilier émergent rattrapait enfin son retard en juillet.

Globalement, les placements immobiliers des trois zones géographiques enregistrent au 15 août des performances en monnaies locales presque identiques et se situent entre +14.1% (UK) et +16.3% (immobilier émergent). Exprimées en dollars, les performances restent concentrées entre +12.2% (zone euro) et +14.1% (UK).

### Indices EPRA NAREIT 2014 (Eurozone, Royaume-Uni, Emergents)

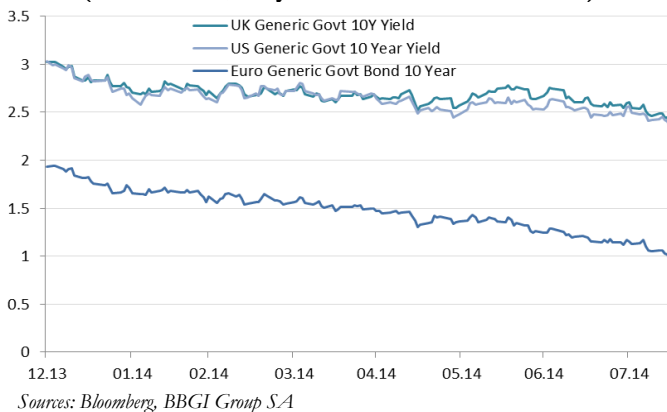


### **La hausse est actuellement encore soutenue par la baisse des taux**

Depuis le début de l'année, les taux d'intérêt à 10 ans ont pourtant plus nettement reculé en Europe en glissant de 2% à moins de 1%. Pendant le même temps, les taux longs en dollars ou en livres étaient particulièrement corrélés et baissaient de 3% à 2.3%.

La chute des taux longs a donc été plus importante dans la zone euro, tant en termes relatifs que dans l'absolu.

### Taux à 10 ans gouvernementaux (Etats-Unis, Royaume-Uni et Zone Euro)

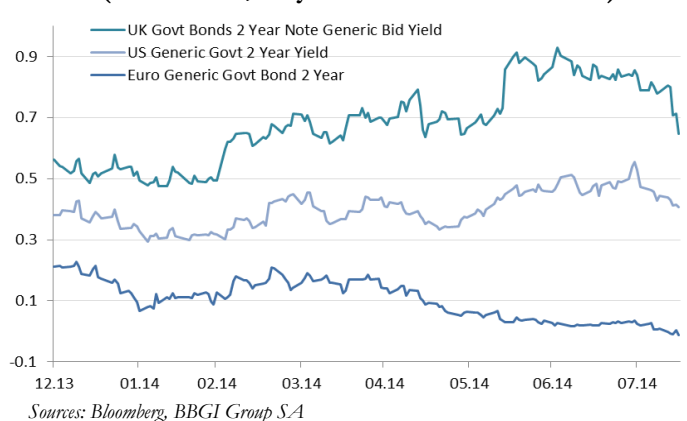


Si la détente s'est donc poursuivie sur les trois segments à un rythme distinct, la tendance observée sur les taux courts n'a manifestement pas été aussi linéaire.

Au Royaume-Uni, les attentes de croissance plus favorables et un « newsflow » également plus convaincant ont plutôt renversé la tendance et provoqué un ajustement des taux à 2 ans de 0.4% à 0.9% entre janvier et juin, avant que les incertitudes de juillet n'affectent aussi ce segment de marché. La croissance publiée ce jour de +0.8% sur trois mois et de +3.2% en glissement annuel devrait rassurer les investisseurs et provoquer par contre de nouvelles tensions sur les taux. Aux Etats-Unis, la volatilité est restée très contenue, les taux à deux ans sont restés presque inchangés et n'ont subi que très peu de fluctuations autour du niveau de 0.4%.

L'Europe s'est distinguée par une poursuite de la baisse des taux à deux ans déjà très bas (0.2% en janvier) pour repasser en-dessous de zéro pour la première fois depuis mai 2013.

### Taux à 2 ans gouvernementaux (Etats-Unis, Royaume-Uni et Zone Euro)



### **Divergence des cycles de croissance et des politiques monétaires**

Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, la croissance semble enfin se renforcer, à en croire les dernières publications de PIB. Depuis plusieurs semaines, la reprise attendue semble donc se confirmer sans que ce changement de perception n'ait réellement encore d'impact sur les marchés de taux. Du côté de la banque centrale américaine, sa présidente Janet Yellen confirme cette appréciation positive et annonce toujours la fin du QE pour le mois d'octobre. La fin du QE étant programmée depuis plusieurs mois, ce point ne mérite plus vraiment d'être débattu.

L'incertitude porte désormais sur le « timing » du changement de politique monétaire en 2015 et de ses effets sur les taux longs.

**Mais c'est encore plus la forme ou le rythme que prendra cette hausse de taux qui sera déterminante pour les actifs financiers.**

Les zones de croissance actuelles (Etats-Unis, Royaume-Uni et Chine en particulier) devraient voir un changement de perception des politiques monétaires se mettre en place au cours des prochains mois.

A contrario, en Europe, l'absence de solution concrète à la crise de croissance et la récente faiblesse de l'économie allemande, moteur de la croissance de la zone euro, ne laisse que peu de probabilité à l'émergence d'une tendance haussière durable.

Les courbes des taux aux Etats-Unis et au Royaume-Uni devraient donc certainement remonter. Mais la situation spécifique de l'Europe devrait lui permettre de poursuivre une tendance à la baisse sur l'ensemble de la courbe de taux.

Si les marchés de taux et les valeurs immobilières n'ont pas encore véritablement réagi à cette nouvelle problématique comme l'indiquent les graphiques précédents, nous pensons que les marchés immobiliers devront prochainement et progressivement sans doute s'en préoccuper, en particulier lorsque les parcours boursiers ont été aussi florissants.

**Les taux courts et à moyen terme ont aussi un impact sur la valorisation des actifs immobiliers**

La plupart du temps, les investisseurs utilisent les taux longs dans leurs modèles de valorisation des actifs immobiliers. Une hausse des taux longs aura donc un impact sur la valeur actuelle des investissements. Mais les taux à court et à moyen terme peuvent aussi avoir un effet significatif sur les valorisations. Notamment parce qu'un nombre important d'investisseurs ont bloqué leur coût de financement à long terme sur la base de taux long fixes, mais surtout parce qu'à l'opposé, d'autres investisseurs restent aussi positionnés à court terme et seront sans doute plus nombreux à devoir refinancer leurs prêts hypothécaires en phase de remontée des taux. Il est donc important d'estimer si la politique déclarée par Janet Yellen de laisser les taux courts encore bas pour une longue période aura un véritable effet sur les taux à 2 ou à 5 ans, en particulier si la remontée actuellement observable de l'inflation à +2% s'accélère en 2015.

Il est aussi important de juger si les niveaux des loyers accompagneront effectivement la reprise économique, qui doit être l'élément déclencheur d'un changement de tendance sur les taux d'intérêt.

La valorisation des actifs immobiliers sera naturellement sensible à toute hausse de taux, mais elle le sera tout autant à l'évolution des loyers et des coûts de construction, tous deux clairement liés au rythme de croissance et à l'évolution de l'inflation.

**Scénario BBGI de remontée de taux**

En ce qui concerne les taux d'intérêt, notre scénario privilégie une réaction très modérée de la banque centrale américaine, qui donnera aussi le ton à d'autres banquiers centraux dans la même situation. Janet Yellen devrait à notre avis maintenir un discours modérément optimiste sur la conjoncture américaine, aussi longtemps que les créations d'emplois ne montreront pas d'accélération nette.

**La remontée des taux directeurs sera certainement progressive et suivra une politique de normalisation par petits pas.**

**Le risque pour les taux d'intérêt proviendra probablement plus d'une éventuelle accélération de la croissance en 2015, couplée à une reprise de l'inflation.**

**En Europe, la conjoncture ne redémarre pas. Un nouveau plan de soutien de type QEE devrait être adopté, ce qui devrait maintenir une politique monétaire de taux directeurs proches de zéro et soutenir une poursuite de la baisse des taux longs.**

**Au Japon, l'objectif d'inflation de la BoJ et la reprise économique en cours provoquera une remontée lente des taux.**

**Le niveau des loyers progresse encore globalement en 2014**

A la fin du 1<sup>er</sup> semestre 2014, on observe une poursuite de la hausse des loyers dans le segment commercial en « prime location » dans la plupart des marchés régionaux. Une accélération de la croissance prévue en 2015 soutiendra et relancera selon nous cette tendance. Les institutionnels à la recherche d'emplacements privilégiés continueront de payer une prime pour des objets de qualité.

L'analyse des Prime Office Occupancy Costs (POOC) mesurant les changements en monnaies locales des loyers est l'une des mesures importantes pour évaluer la situation entre l'offre et la demande dans un marché spécifique. Une étude récente de la société CBRE spécialiste international de l'immobilier commercial suggère une poursuite de la hausse de POOC en 2015.

Au cours des douze derniers mois, quatre régions importantes ont vu le niveau de ces POOC baisser. La chute la plus importante a été répertoriée à Lyon (-11%), Hong Kong (-8%), Valence (-7.9%), Genève (-7%), Mumbai (-6.9%), Milan (-3.7%), Sao Paulo (-3.3%) Paris (-3.1%) et Zurich (-2.8%).

Geneva	104
Dubai	92
Zurich	90
New York	82
Francfort	71
Taipei	66

Des 61 marchés affichant une progression, 52 ont enregistré une hausse supérieure à 1%. Parmi les 10 plus fortes hausses, cinq concernaient le marché américain. Les sociétés de la technologie et de l'énergie ont particulièrement contribué à la force de ce marché.

Sources: CBRE, BBGI Group SA

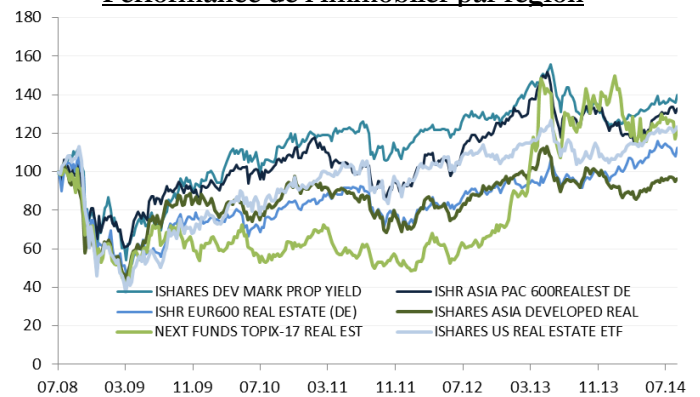
**D'un point de vue régional, on observe logiquement des tensions et des hausses dans les marchés en reprise économique, c'est notamment le cas aux Etats-Unis. Dans les marchés émergents, la croissance reste un facteur positif dans la plupart des cas, mais ce facteur est compensé par une plus forte dynamique du secteur de la construction et un « pipeline » plus important de nouveaux projets contribuant à augmenter le niveau de l'offre et réduire les déséquilibres potentiels.**

Aujourd'hui, sur le plan boursier, on observe un découplage manifeste des performances enregistrées par les segments immobiliers régionaux. La forte corrélation de la crise qui avait provoqué un effondrement de 40% généralisé des valeurs immobilières a fait place à des évolutions distinctes. Le marché japonais est longtemps resté à la traîne, mais il a largement rebondi depuis le changement de politique monétaire en 2013. La plupart des régions ont désormais des performances positives depuis le début de la crise financière. Les marchés asiatiques sont cependant encore en retard avec une performance totale négative (-5%).

A l'exception de quelques marchés en Asie, le volume de nouvelles constructions ne semble toujours pas être suffisant pour satisfaire la demande.

Le niveau des prix devrait donc encore progresser.

**Performance de l'immobilier par région**



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## Classement international selon CBRE

Classement par CBRE : POCC en US\$ par sq.ft.par an :

1. London West End	277
2. Hong Kong Central	241
3. Beijing Finance Street	194
4. Beijing CBD	187
5. Moscow	165
6. Hong Kong West Kowloon	160
7. London City	153
8. New Delhi Connaught Place	153
9. Tokyo Maruouchi Otemachi	145
10. Paris	124

## Conclusion

**L'immobilier international devrait encore profiter en 2015 du renforcement du cycle conjoncturel mondial. Mais plus que jamais, il faudra faire preuve de distinction et privilégier les marchés en croissance économique, démographique, et ceux bénéficiant d'un cycle de taux d'intérêt encore favorable (tendance baissière ou en légère hausse graduelle).**

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 Sigismund Thalberg no 2  
1201 Genève -Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch