



Repositionner les investissements immobiliers internationaux

L'immobilier US en perte de « leadership ». Le différentiel de croissance et une plus forte demande soutiennent l'immobilier asiatique. La baisse des taux favorisera l'Europe.

Points clés

- Le secteur immobilier américain bénéficiera encore du renforcement conjoncturel et de taux historiquement bas
- Malgré de bons fondamentaux, les REITs américains devraient perdre du « leadership »
- Les perspectives de croissance s'améliorent en Asie, la demande est supérieure à l'offre dans de nombreux segments
- Les loyers peuvent progresser
- Privilégier les secteurs industriels et bureaux
- La croissance européenne est encore dans les « starting blocks ». Nouvelles baisses des taux favorables à l'immobilier européen
- Les marchés immobiliers du sud de l'Europe semblent attractifs

Le marché immobilier américain se porte bien et devrait poursuivre une tendance haussière

Comme nous l'avons relevé dans notre précédente analyse hebdomadaire, le secteur immobilier coté aux Etats-Unis a très nettement surperformé les autres marchés en 2014.

En hausse de +20% depuis le début de l'année, l'immobilier coté aux Etats-Unis a eu les faveurs des investisseurs domestiques et internationaux, qui lui ont permis de profiter d'un marché aux fondamentaux en amélioration régulière.

Le secteur industriel s'est particulièrement distingué au cours des six derniers mois alors que le segment des appartements, l'un des premiers à avoir pourtant enregistré un retournement de tendance, semble aujourd'hui légèrement marquer

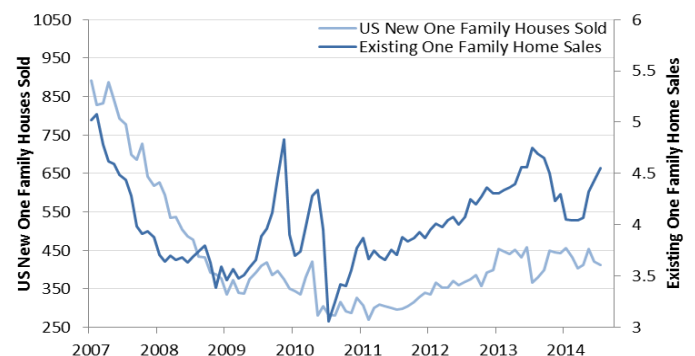
le pas, en raison de la progression des nouvelles constructions.

Les dernières ventes de maisons ont en effet progressé pour atteindre 5.15 millions d'unités en rythme annualisé, ce qui correspond au plus haut niveau depuis près d'un an, selon les données publiées par la NAR (National Association of Realtors in Washington).

Cette hausse est intervenue alors que l'activité économique aux Etats-Unis semblait se renforcer. Les chiffres de l'emploi notamment ont aussi été meilleurs et montraient toujours moins de demandes d'allocation de chômage. De quoi espérer véritablement que la seconde moitié de l'année se poursuive à un rythme enfin plus soutenu pour l'économie américaine.

Un niveau de chômage désormais proche de 6%, des taux hypothécaires toujours très bas historiquement et un sentiment général en amélioration pousse très certainement les ménages à faire le pas et à réinvestir dans le marché immobilier.

Ventes de nouvelles maisons et existantes



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Parallèlement, la confiance des investisseurs immobiliers s'est, à notre avis, encore renforcée au cours des six derniers mois. Les flux de capitaux (ou total des transactions immobilières) ont progressé de 63 milliards de dollars en 2009 (plus bas du cycle) à 317 milliards de dollars au 31 décembre. Cet afflux constant s'est poursuivi au 1^{er} semestre 2014 et a atteint 318 milliards de dollars en rythme annuel. Le total des investissements réalisés au cours de ces six mois est de 159 milliards, soit 21% de plus qu'à la même période de 2013. Les secteurs industriels et bureaux ont bondi de 35% et compensent largement le recul des transactions dans le segment des appartements (-9%).

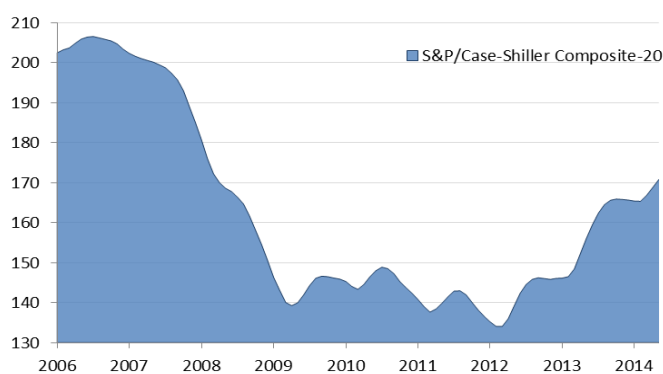
L'écart entre les taux de rendement immobilier et les taux du trésor américain sont encore historiquement très élevés et soutiennent l'intérêt pour cette classe d'actifs. Près de la moitié des flux de fonds ont été dirigés vers des instruments de placement titrisés (REITS ou fonds institutionnels immobiliers).

L'indice S&P/Case-Shiller, indicateur du niveau des prix de l'immobilier aux Etats-Unis, calculé sur la base de prix observés dans les 20 plus grandes zones urbaines, poursuit sa tendance haussière en juin.

En progression annuelle, les prix de l'immobilier ont bondi de +8.1%.

Globalement, la hausse des prix se stabilise un peu et la croissance sur douze mois décélère. Los Angeles, San Fransisco et Las Vegas ont contribué positivement, tandis que New York enregistrerait une plus petite hausse.

Indice S&P/Case-Shiller HPI Composite 20



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Baisse des taux de capitalisation Baisse des taux de vacance

Les taux de capitalisation ont encore diminué de 30 à 75 points de base au 1^{er} semestre dans le sillage de la baisse des taux longs du Trésor à 10 ans (30 ptb).

Aux Etats-Unis, même si nous estimons que les taux longs devraient progressivement se tendre, nous pensons que les taux de capitalisation pourraient ne pas suivre la même tendance, avec comme conséquence une possible contraction des « spreads ». Les taux de vacance ont par ailleurs diminué dans les quatre segments de marché (appartement, industrie, bureau et détail) au cours des dernières années. Cette tendance s'est maintenue en 2014. Les taux de vacance les plus bas restent maintenant clairement dans le segment « appartement » (4.4%). Les segments industriels (10.8%), bureaux (14.5%) et détail (11.5%) voyent leur taux de vacance diminuer mais ces derniers restent supérieurs à leur moyenne sur 20 ans.

Sous-pondérer les Etats-Unis

Les fondamentaux américains restent positifs, mais la hausse des valeurs immobilières cotées est déjà importante. A ce point du cycle économique et du cycle immobilier, nous pensons que ce marché devrait être sous-pondéré en faveur des marchés européens et asiatiques. Au sein du marché américain, le segment industriel profitera d'une offre insuffisante et d'une progression sensible des loyers.

Bonnes perspectives de croissance pour la zone Asie-Pacifique

Sur le plan économique, les marchés asiatiques ont eu un début d'année hésitant, mais la croissance semble maintenant gagner en vigueur. La croissance du PIB de la zone Asie-Pacifique devrait être de 5-6% en 2014 (5.2% en 2013) et pourrait dépasser 6% en 2015. Les prévisions du FMI sont un peu moins optimistes mais nous pensons que les surprises devraient être du côté positif au cours des prochains trimestres.

Taux de croissance des économies asiatiques



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La croissance liée à une reprise de la demande américaine est certainement encore peu prise en compte dans les scénarios de reprise de la zone Asie-Pacifique.

La **Chine**, qui est aussi le plus grand partenaire économique de la région, est enfin aussi sur une tendance de croissance moins incertaine. Le PIB chinois devrait surprendre positivement en enregistrant un résultat proche de +7.5% en 2014. Le secteur immobilier chinois est souvent mentionné comme l'un des facteurs d'incertitude pouvant affecter négativement les perspectives chinoises. Mais nous estimons que les mesures prises par le gouvernement chinois pour piloter ce secteur particulièrement important devraient s'avérer efficaces au second semestre. La reprise des exportations chinoises est un signe supplémentaire encourageant.

Au **Japon**, l'introduction de la TVA a pesé sur la croissance du 2^{ème} trimestre, mais la reprise est en cours et devrait permettre au PIB d'avancer de +1.5% en 2014. Rien de très extraordinaire, mais l'amélioration de l'emploi aujourd'hui, à son meilleur niveau depuis 1997 et la politique reflationniste du gouvernement et de la banque centrale japonaise ne manqueront pas d'avoir des effets sur l'inflation.

En **Corée du Sud**, le PIB était proche de +4% au 1^{er} trimestre grâce notamment à une nette reprise des exportations. Ce rythme de croissance pourrait bien être maintenu en 2014 et 2015.

En **Australie**, le PIB s'est affiché à +3.5%, ce qui représente aussi l'un des meilleurs résultats de ces dernières années. Les exportations de matières premières et le secteur de la construction ont largement contribué à ce résultat.

Globalement en Asie-Pacifique, la croissance est au rendez-vous et soutient la progression des investissements dans le secteur immobilier.

Les transactions commerciales dans le secteur ont atteint 137 milliards de dollars en 2013, soit près de +20% de plus qu'en 2012. Le record absolu des investissements annuels était de 136 milliards en 2007. C'est avant tout le Japon et l'Australie qui ont bénéficié de cet afflux d'investissements. Au 1^{er} trimestre 2014 toutefois, la plupart des marchés asiatiques ont observé un recul des investissements à l'exception du Japon.

L'image est sensiblement différente lorsque l'on observe les investissements réalisés sous la forme de REITs. Les flux de fonds dans ce type de véhicules de placement se sont montés à près de 20 milliards de dollars en 2013, en hausse de plus de +50% par rapport à 2012. Ces fonds de placement ont été d'importants acteurs dans les marchés immobiliers locaux avec une pondération de près de 25% du volume total des transactions. Nous estimons que cette tendance devrait se renforcer et bénéficier d'un regain de confiance

général des investisseurs pour les marchés émergents et asiatiques.

Stratégie de positionnement en Asie-Pacifique

Les niveaux des loyers devraient progresser et bénéficier globalement de l'amélioration de la rentabilité des entreprises asiatiques.

La demande de bureaux devrait encore se renforcer. Le secteur industriel profitera de la reprise des exportations.

Les fondamentaux s'améliorent mais les risques de remontée graduelle des taux persistent.

Le Japon constitue certainement l'une des meilleures opportunités fondamentales soutenue par des investissements des fonds institutionnels probablement importants dès l'automne et des niveaux de taux extrêmement bas. Le marché Sud-Coréen pourrait être considéré comme attrayant et l'un des favoris des investisseurs étrangers.

L'Europe est encore dans les « starting blocks »

La croissance européenne est encore anémique et ne semble toujours pas trouver de second souffle. L'absence de croissance en France et l'affaiblissement de la conjoncture allemande n'engagent pas à l'optimisme. Peut-être justement une raison d'espérer une action plus décisive de la Banque centrale européenne et d'un plan de soutien sur le modèle américain. Un QE à l'européenne pourrait au moins maintenir un environnement plus favorable de taux longs bas plus durablement.

Mais pour l'heure, les mesures déjà prises par Mario Draghi pour favoriser la transmission à l'économie réelle par des taux négatifs de dépôt devraient avoir des effets sur le financement accordé par les banques et également soutenir le secteur immobilier.

La faiblesse actuelle de l'euro contre dollar apportera sans doute un peu d'oxygène à l'économie européenne, mais il ne faudra pas compter sur le facteur croissance pour doper la demande et les prix de l'immobilier en Europe.

Dans ce contexte peu favorable sur le plan économique, le marché immobilier européen a tout de même vu une progression de +20% des volumes de transaction par rapport à la même période de 2013. L'Espagne a enregistré un doublement des transactions, tandis que le Royaume-Uni et la France enregistraient des volumes combinés de près de 10 milliards d'euros.

Le paysage immobilier européen est sans doute l'un des plus hétéroclites sur le plan régional. Les perspectives par marché ou segment offrent des opportunités diverses et des niveaux de risques très différents.

Le **Royaume-Uni** a clairement surperformé les autres marchés européens. En conséquence, les rendements obtenus sur des objets immobiliers de première qualité à Londres par exemple sont désormais inférieurs à des placements similaires en Allemagne, France, Italie ou Espagne.

Les **marchés continentaux** nous semblent donc toujours bien positionnés en comparaison aux autres marchés internationaux, ainsi qu'au marché anglais. La politique monétaire nécessairement accommodante de la BCE sera encore longtemps un soutien pour les REITs européens. Même si certains REITs se traitent aujourd'hui à des niveaux de prix proches de leur VNI, le rendement élevé en comparaison aux taux d'intérêt à dix ans gouvernementaux s'impose également comme un élément décisionnel important.

Evolution des marchés immobiliers européens Indices FTSE EPRA (Prix)



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

La demande augmente globalement et devrait être capable de surpasser un pipeline relativement faible de nouveaux projets. Les taux de vacance restent tout de même élevés et les espoirs de hausse de loyers sont concentrés sur les segments de marchés à plus forte croissance.

De ce point de vue, le Royaume-Uni et l'Allemagne restent les marchés qui profiteront de la croissance. Mais il ne faut pas négliger les situations de retournement de marchés ayant déjà subi une longue phase d'ajustement.

Les pays du sud de l'Europe notamment pourraient bien surperformer et mériter une exposition raisonnable pour capter une normalisation des rendements et des prix dans les segments de marché très recherchés par les sociétés multinationales notamment. À ce propos, Barcelone et Madrid offrent des situations attrayantes.

Hausse des taux longs pas nécessairement négative pour les prix de l'immobilier

Nous ne croyons pas qu'une remontée des taux longs se traduise nécessairement et rapidement par une hausse des taux de capitalisation. A court terme, la hausse nominale des taux longs a souvent été accompagnée par une hausse des valeurs immobilières.

Nous l'avons déjà évoqué dans de précédentes analyses, la hausse des taux longs est en général une conséquence d'une accélération de la croissance et d'un risque de remontée de l'inflation. Ces conditions sont en général d'abord un facteur positif de développement de la demande et par conséquent des loyers. Dans un premier temps, la hausse des taux longs n'aura donc pas nécessairement une influence directe et rapide sur les valorisations des placements immobiliers.

Conclusion

L'immobilier international devrait encore profiter en 2015 du renforcement du cycle conjoncturel mondial.

Les Etats-Unis sont en avance dans le cycle de croissance et dans le cycle immobilier. La hausse des REITs reflète déjà en partie cette situation.

Les marchés asiatiques et européens devraient bénéficier du repositionnement des investisseurs sur des marchés aux rendements attendus supérieurs.

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 informel 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