



## Environnement positif en 2015 pour l'immobilier international

**Facteurs « top-down » et « bottom-up » positifs. « Dividend yield » attrayant. Alternative aux faibles rendements obligataires. Réduire l'Europe et privilégier l'Asie.**

### Points clés

- Surperformance de l'immobilier européen en début 2015, tirée par les anticipations de QE
- En 5 mois, l'immobilier européen avance de 40% et surclasse l'immobilier global en hausse de 13%
- L'immobilier international profitera en 2015 de facteurs « top-down » et « bottom-up » positifs
- Environnement persistant de taux bas
- Besoin croissant d'alternatives aux très faibles rendements obligataires
- « Dividend yield » encore attrayant malgré la hausse générale des prix de l'immobilier titrisé
- Primes de risque réduites mais encore confortables
- Perspectives de l'immobilier international proches de +10% en 2015
- Réduire l'Europe et privilégier à nouveau les Etats-Unis et l'Asie

### L'immobilier titrisé européen s'envole en 2015

Le secteur immobilier coté en Europe a très nettement surperformé les autres marchés au cours des deux premiers mois de 2015.

L'indice EPRA NAREIT Europe est déjà en hausse de +19.6% en euro depuis le début de l'année.

Cette excellente performance absolue surpasse très nettement celle de l'immobilier titrisé global, en progression de +4% en janvier et février (Indice EPRA NAREIT Global Dev TR).

L'immobilier titrisé américain enregistre donc une petite hausse de +2%, alors que les placements immobiliers en Asie et au Japon réalisent une progression de +3.9% et +3.2% respectivement, similaires à celle obtenue par l'immobilier international.

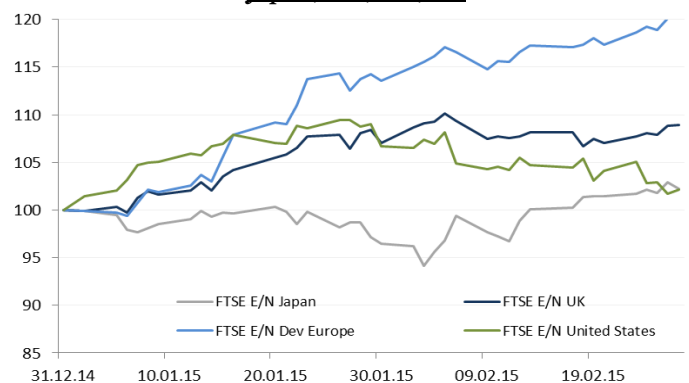
Seul l'immobilier titrisé au Royaume-Uni, grâce à une hausse de +9.1%, peut encore rivaliser avec la performance exceptionnelle obtenue par l'immobilier européen en seulement huit semaines.

La très nette surperformance de l'immobilier américain observée en 2014 a ainsi fait place en ce début d'année à une période moins faste de résultats relatifs en retrait.

En 2014, le secteur immobilier américain avait largement bénéficié des conditions de financement particulièrement favorables orchestrées par la Réserve fédérale américaine et par les perspectives de reprise conjoncturelle plus concrètes aux Etats-Unis qu'en Europe notamment.

Depuis l'annonce du QE européen et l'anticipation de futures baisses des taux longs en Europe, le différentiel de performance entre les deux marchés s'est très rapidement creusé pour atteindre 18% en faveur de l'immobilier titrisé européen.

Evolution des marchés immobiliers (monnaies locales)  
 Japon, UE, UK, US



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

L'immobilier européen profite, comme les actions européennes d'ailleurs, de stratégies de réallocation de portefeuilles favorables aux actifs en euro en raison du

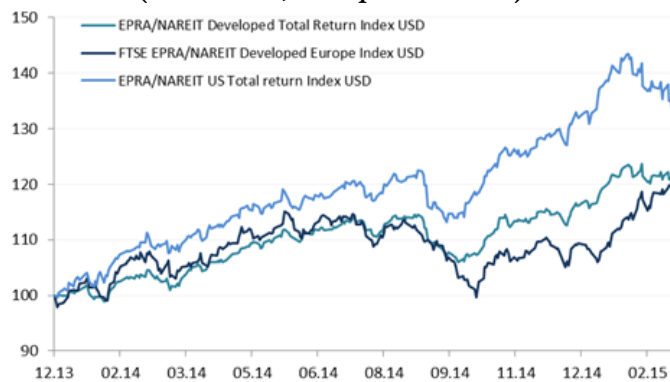
virage très important de politique monétaire pris par la Banque centrale européenne en janvier. Le nouveau plan de soutien conjoncturel annoncé le 22 janvier par son président Mario Draghi était en partie déjà anticipé, mais l'ampleur des injections de liquidités a tout de même surpris les observateurs. L'accroissement du bilan de la BCE de 60 milliards d'euros par mois, jusqu'en septembre 2016 au moins, a effectivement sensiblement modifié les anticipations des investisseurs, tant en termes d'attentes de croissance qu'en termes de perspectives pour les différents actifs financiers concernés.

L'immobilier titrisé européen a ainsi largement bénéficié de l'annonce de la BCE et de la baisse des taux d'intérêt constatée sur l'ensemble de la courbe de taux.

**Depuis le 15 octobre 2014, la hausse de l'immobilier européen est de +40% en monnaie locale (+21% en dollar), soit près de trois fois la progression enregistrée par l'indice global en dollar (+12.28%) et par l'indice américain (+13.6%).**

Les performances ci-dessous exprimées en dollars sur une plus longue période intègrent la dépréciation de 20% de l'euro.

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

## **L'immobilier international bénéficie encore en 2015 de solides fondamentaux**

**Dans la plupart des pays du monde, l'immobilier devrait encore profiter en 2015 de facteurs macro économiques « top-down » solides et de perspectives fondamentales « bottom-up » favorables.**

Les performances des marchés immobiliers ont tendance à être **supérieures lorsque les taux d'intérêt réels sont inférieurs à leur moyenne historique** et lorsque les **perspectives de croissance économiques sont égales ou supérieures à leur moyenne historique**.

Globalement, lorsque la liquidité est abondante, que les taux d'intérêt réels sont faibles et soutiennent des perspectives de croissance plus élevées, les anticipations de croissance de loyers sont plus importantes et soutiennent une hausse des valorisations et par conséquent, des performances boursières.

Aujourd'hui, la liquidité est clairement abondante dans la plupart des pays et les taux d'intérêt réels, malgré une baisse de l'inflation, sont bas. Les perspectives de croissance sont solides en Asie, bonnes aux Etats-Unis et elles s'améliorent en Europe grâce à la baisse de l'euro, à l'action de la BCE et à la chute des cours du brut.

**Par ailleurs, la persistance de taux d'intérêt historiquement bas et le besoin d'alternatives de rendement aux obligations continuera de soutenir un processus durable de réallocation d'actifs en faveur de l'immobilier international.**

L'immobilier international présente en effet des **rendements toujours très attractifs** en comparaison de ceux offerts par les marchés obligataires respectifs.

**Les écarts de rendement (ou prime de risque) entre les taux d'intérêt à cinq ans et les rendements de placements immobiliers sont attractifs en comparaison historique.**

La chute des taux d'intérêt des obligations souveraines renforce ainsi l'attrait de l'immobilier et le risque de remontée de taux semble reporté quelque peu en raison notamment des effets positifs sur l'inflation de la chute de 60% des cours du pétrole.

L'environnement macroéconomique de 2015 devrait donc être favorable aux investissements immobiliers en raison d'une combinaison positive de plusieurs facteurs clés.

Du côté de la demande, le renforcement des perspectives conjoncturelles au cours des prochaines années devrait provoquer une hausse de la demande de surfaces commerciales et résidentielles. Une plus forte demande

globale devrait impacter les taux d'occupation et les niveaux des loyers, en particulier dans les zones peu concernées par une éventuelle hausse de l'offre.

Avec la surperformance particulièrement élevée des indices européens depuis quelques mois, on constate aussi une diminution progressive des corrélations entre les marchés. Les corrélations particulièrement fortes pendant la crise financière font place à un certain découplage des performances boursières. Les politiques monétaires ont commencé à diverger entre les diverses zones économiques (expansion en Europe et au Japon, normalisation aux Etats-Unis et au Royaume-Uni) en 2014; cette situation devrait se poursuivre en 2015.

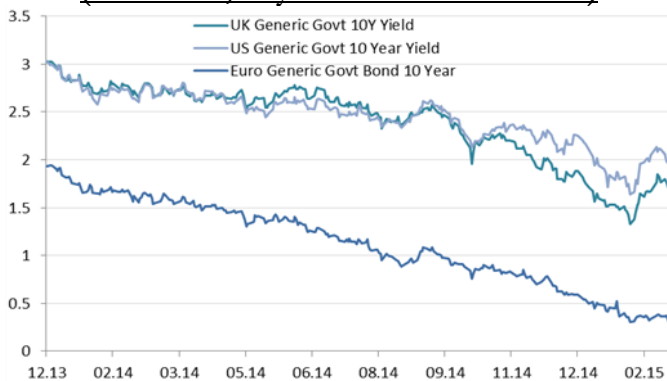
Rappelons qu'au cours des 20 dernières années, le marché immobilier américain avait une corrélation inférieure à 0.5 (faible) avec les marchés asiatiques, allemands et anglais. La corrélation était plus élevée avec les marchés immobiliers européens au sens large (0.6 à 0.75).

Les conditions de financement, la liquidité, mais aussi des perspectives de croissance divergentes entre les diverses économies devraient également remettre au premier plan l'importance d'une politique active d'allocation tactique entre les marchés immobiliers régionaux en 2015.

### Taux d'intérêt : marge de manœuvre proche de zéro en Europe

La chute des taux longs a été plus importante dans la zone euro, tant en termes relatifs que dans l'absolu. La marge de manœuvre est désormais presque nulle, la prime de risque sur la dette souveraine périphérique est à peine de 100 pbb.

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Si la détente s'est réinstallée en 2014, on observe toutefois un rebond sur les taux au Royaume-Uni et aux Etats-Unis en début 2015. L'Europe s'est distinguée par

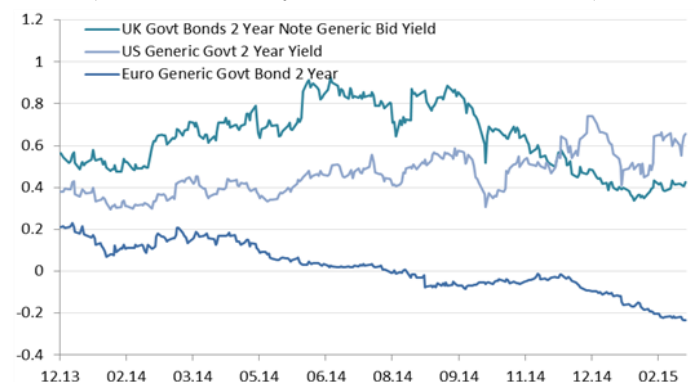
une poursuite de la baisse des taux à deux ans déjà très bas (0.2% en janvier) pour repasser en-dessous de zéro pour la première fois depuis mai 2013. **Mais aux niveaux actuels, le facteur taux d'intérêt ne nous semble plus devoir jouer le même rôle positif pour le marché immobilier européen.**

Malgré un rebond en ce début d'année, il nous semble toutefois que les risques de tassement conjoncturel existent tant aux Etats-Unis qu'au Royaume-Uni, en raison notamment des effets induits par les licenciements dans le secteur pétrolier sur la dynamique de croissance actuelle.

Le recul rapide de l'inflation aux Etats-Unis de 2% à -0.1% en glissement annuel - en raison de la chute des cours du pétrole - ne sera sans doute que temporaire, mais pour l'heure, ce recul permet de réduire les pressions sur les taux et offre une opportunité à court terme de nouvel effritement.

Dans ce contexte, nous pensons qu'il existe une marge de fléchissement des taux dans ces deux marchés respectifs, supérieure à celle de la zone euro.

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Mais plus globalement, le recul généralisé de l'inflation permet des politiques monétaires plus expansives et autorise plus aisément de nouvelles baisses de taux d'intérêt ou de nouveaux assouplissements de conditions de financement favorables à l'immobilier, notamment en Chine.

### Les « primes de risque » restent élevées en comparaison historique sur les indices EPRA NAREIT

Au cours des dix dernières années, les rendements des dividendes (« dividend yield ») calculés pour les indices immobiliers EPRA NAREIT régionaux ont été légèrement plus volatiles que les rendements des

obligations gouvernementales à 5 ans de référence. A l'exception des obligations en dollar et en livre sterling, les segments obligataires ont connu une baisse régulière des niveaux de rendements depuis la crise financière et se situent désormais à leurs plus bas niveaux des dix dernières années. Les « dividend yields » des indices immobiliers régionaux ont aussi connu un déclin régulier parallèle. Mais **malgré cette tendance, ils se situent aujourd'hui toujours bien au-dessus des niveaux de rendement des obligations de référence**, ce qui constitue indéniablement un facteur de support non négligeable, même si ce dernier n'est plus autant porteur qu'il ne l'était encore en 2012.

Dividend yield comparison EPRA NAREITS indices with 5 years government bond yields

Année	epra nareits Europe			epra nareits USA			epra nareits UK			epra nareits Japan			epra nareits China		
	yield	gov5y	spread	yield	gov5y	spread	yield	gov5y	spread	yield	gov5y	spread	yield	gov5y	spread
2005	2.7	3.06	-0.36	4.58	4.3	0.28	2.27	4.1	-1.83	0.97	0.86	0.11			
2006	1.96	3.09	-1.13	3.75	4.69	-0.94	1.72	5.05	-3.33	1.03	1.25	-0.22			
2007	3.68	4.11	-0.43	5.24	3.43	1.81	3.42	4.4	-0.98	1.44	1.01	0.43			
2008	6.97	2.3	4.67	7.95	1.54	6.41	6.74	2.4	4.34	2.94	0.689	2.251			
2009	4.22	2.4	1.82	3.87	2.67	1.2	5.12	2.8	2.32	0	0.47	-0.47			
2010	6.36	1.8	4.56	3.37	2	1.37	3.7	2.19	1.51	0	0.4	-0.4			
2011	5.05	0.75	4.3	3.61	0.83	2.78	4.33	1.05	3.28	3.1	0.34	2.76	4.27	3.08	1.19
2012	4.85	0.29	4.56	3.59	0.72	2.87	3.58	0.85	2.73	2.15	0.18	1.97	2.22	3.22	-1
2013	3.6	0.92	2.68	3.96	1.74	2.22	3.9	1.85	2.05	0	0.24	-0.24	3.08	4.48	-1.4
2014	2.99	0.01	2.98	3.64	1.65	1.99	2.82	1.16	1.66	0	0.03	-0.03	4.26	3.55	0.71
2015	2.71	0	2.71	3.55	1.5	2.05	2.56	1.38	1.18	1.67	0.07	1.6	3.97	3.23	0.74

Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

**L'immobilier chinois** offre en 2015 un « dividend yield » de 3.97% relativement stable et un « spread » de 74 pdb par rapport aux obligations à 5 ans (3.23%). C'est d'une part le plus important rendement, mais c'est par contre la plus petite prime de risque. **L'immobilier américain** propose toujours un « dividend yield » de 3.55%, lui aussi relativement stable, et bénéficie d'une prime de risque de 2% égale à la prime moyenne sur dix ans. Constat similaire pour **l'immobilier du Royaume-Uni** qui dispose d'un « dividend yield » de 2.56% et d'une prime de 1.18%, égale à sa moyenne. **L'indice EPRA NAREIT immobilier japonais** donne un rendement de 1.67% égal à sa prime de risque, deux fois supérieure à sa moyenne historique. Et finalement, **l'immobilier européen** avec un « dividend yield » de 2.71% dispose de la plus forte prime de risque en 2015. Le rendement du dividende est la mesure utilisée pour évaluer le rendement des indices immobiliers régionaux ; il va sans dire qu'en fonction des stratégies de placement mises en œuvre et des produits d'investissement utilisés, les rendements immobiliers directs seraient différents.

## L'immobilier (+7.44%) surperforme les actions internationales (+6.35%) sur dix ans. Toutefois, attention au risque de change

Au cours des dix dernières années, la performance de l'immobilier s'est encore révélée supérieure à celle des actions internationales. Exprimée en francs suisses, cette performance est pourtant réduite à respectivement +5.35% et +4.27% pour les actions internationales.

**A l'heure où les investisseurs suisses sont en quête d'alternatives de placement aux obligations suisses, l'immobilier international est une solution proposant un rendement supérieur et des perspectives de gains en capital.**

L'immobilier international devrait ainsi bénéficier en 2015 de conditions macroéconomiques favorables à la progression des loyers et du rendement, notamment en Asie et aux Etats-Unis. En l'absence de véritables risques de remontée significative des taux d'intérêt, nous estimons que les performances des divers marchés immobiliers devraient à nouveau être supérieures à leurs moyennes historiques et offrir des opportunités de rendement également plus élevées que celles obtenues sur les marchés obligataires respectifs. **Nous privilégions une allocation diversifiée, mais plus exposée en Asie qui bénéficiera encore ces prochaines années d'une demande toujours soutenue.** Cette stratégie peut également être mise en œuvre en procédant à des couvertures des risques de change (« hedging ») pour les devises principales. On constate que les coûts de « hedging » théoriques sont pour l'instant relativement faibles à 3 mois et se situent à environ 0.4% pour la livre (1.8% à 1 an), 0.3% (1.7% à 1 an) pour le dollar US, 0.25% pour l'euro (1% à 1 an).

## Conclusion

**L'immobilier international devrait encore profiter en 2015 du renforcement du cycle conjoncturel mondial et du repositionnement des investisseurs à la recherche de rendement. Les performances devraient encore être supérieures à leurs moyennes historiques.**

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