



## Meilleurs fondamentaux pour l'immobilier en zone euro et en Asie

**Accélération de la croissance mondiale. Progression des loyers et des prix. Les taux ne sont pas encore une menace. Prime de risque favorable. Surperformance en zone euro et en Asie.**

### Points clés

- Poursuite de la tendance haussière de l'immobilier en 2017 et 2018
- Accélération de la croissance mondiale à +4%
- Les taux d'intérêt ne constituent pas encore une menace en 2018
- L'inflation maintiendra des taux réels historiquement bas
- Le cycle immobilier américain perd du « momentum »
- La zone euro bénéficie toujours de meilleures perspectives
- L'immobilier en Asie profite d'une croissance plus dynamique

global) grâce à une hausse de +17.8% en euro et +29.1% en USD (meilleure performance historique depuis 2009). Ce segment de marché a contribué de manière importante à la progression de l'indice global à ses niveaux plus élevés.

En monnaies locales, la zone euro enregistre une avancée nettement supérieure à celle du Royaume-Uni (+8.6% et +4.4% en euro) qui tire plutôt bien son épingle du jeu dans le contexte pourtant toujours extrêmement incertain du Brexit. Les marchés asiatiques développés ont progressé de +12.2% en dollar et ceux de la zone Asie pacifique de +22.6%. Les performances des marchés asiatiques surpassent donc également celles obtenues par l'immobilier aux Etats-Unis (+2.3%), largement à la traîne de la croissance de l'immobilier titrisé en 2017.

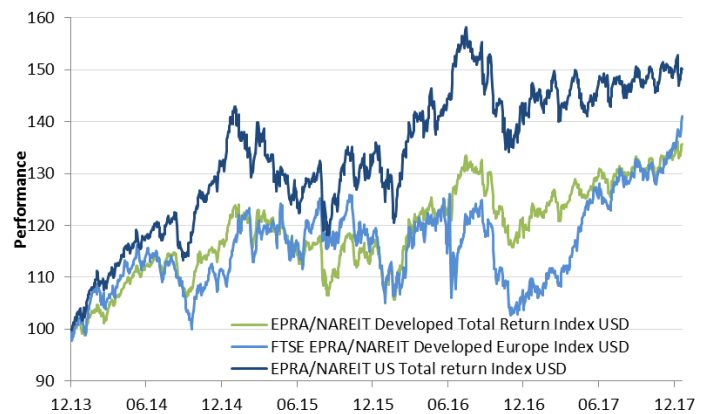
### Poursuite de la tendance haussière de l'immobilier en 2017 et 2018

L'immobilier international a profité au dernier trimestre, de l'amélioration du sentiment général des investisseurs et du renforcement des perspectives de croissance mondiale pour 2018. L'indice immobilier global (Epra Nareit Global Index TR en USD) a enregistré une nouvelle progression de +4% au 4ème trimestre et termine ainsi l'année 2017 sur une excellente performance de +15% en dollar (+10% en CHF), représentant la meilleure progression annuelle depuis 2012.

Notre stratégie privilégiait, depuis le début de l'année, la zone euro dans notre allocation régionale, ce qui a de facto largement contribué au succès de notre politique d'investissement.

En effet, la contribution de la zone euro a été particulièrement positive en 2017 (meilleur marché

### Indices EPRA/NAREIT USA Europe Monde



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La normalisation des taux directeurs aux Etats-Unis et les rendements en dollar plus élevés ont réduit l'attrait d'une diversification en titres immobiliers américains. En zone euro, la diminution des incertitudes politiques a largement profité à l'Italie qui enregistre la plus forte progression (+45.8%). L'Allemagne progresse de +28.7% sur l'année et le marché français s'illustre surtout en enregistrant un très bon rattrapage au 4ème trimestre de +9.9%. Au Royaume-Uni, la stabilité observée peut surprendre; les

valeurs immobilières cotées ne subissent, en effet, pas de dégagements et réalisent un résultat honorable dans le contexte du Brexit.

**La performance globale de l'immobilier titrisé international est donc particulièrement satisfaisante en 2017 et devrait encore être positive en 2018. Les facteurs macroéconomiques nous semblent, en effet, toujours favoriser des développements positifs en 2018 et les risques essentiellement liés aux nouveaux paradigmes des cycles de liquidité et de taux d'intérêt ne devraient pas encore développer d'effets négatifs avant 2019.**

### **L'accélération de la croissance mondiale à +4% est un facteur positif**

La croissance mondiale sera en 2018 certainement la plus élevée depuis 2011 et bénéficiera de la synchronisation des cycles conjoncturels régionaux. Selon les experts de l'OCDE, la croissance mondiale devrait ainsi dépasser +4% en 2018. Les pays développés et émergents participeront donc tous à ce renforcement de l'activité. Ces révisions des anticipations à la hausse vont aussi bénéficier aux investissements à long terme dans l'immobilier, lesquels profiteront ainsi de l'amélioration des facteurs conjoncturels et de la hausse probable de la demande de surfaces commerciales et résidentielles. Nous estimons toujours que cette hausse de la demande globale aura un effet relativement sensible, tant sur le niveau de taux d'occupation que sur les loyers, dans un environnement caractérisé par une offre moins dynamique. L'environnement macroéconomique devrait donc soutenir les investissements immobiliers, en raison d'une combinaison positive de plusieurs facteurs.

### **Les taux d'intérêt ne constituent pas encore une menace en 2018**

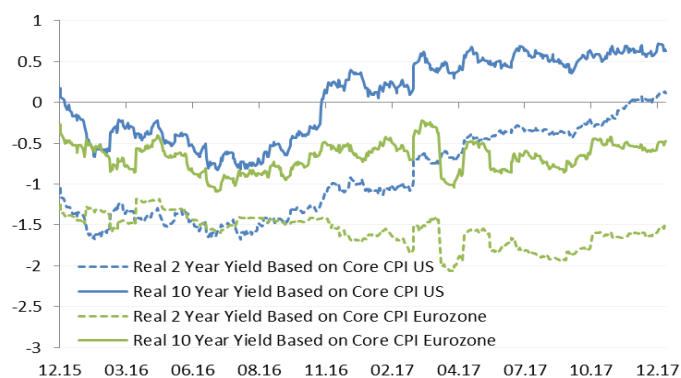
L'année 2018 sera certainement celle du changement de paradigme global en matière de politique monétaire. La Réserve fédérale est déjà engagée dans un processus de normalisation qui la conduit à la fois à remonter graduellement ses taux directeurs et à retirer très progressivement une partie de la liquidité injectée au cours de la dernière décennie dans l'économie. Cette tendance sera suivie par la BCE et la BoJ et marquera alors précisément un changement important dans l'évolution des politiques monétaires internationales. Les taux d'intérêt à long terme suivront aussi une tendance haussière en 2018, mais nous estimons que cette relance des taux longs restera tout à fait insuffisante pour affecter la valorisation des placements immobiliers ou

même concurrencer cette classe d'actifs dans les stratégies de diversification des investissements.

**Les écarts de rendements (ou primes de risque) entre les taux d'intérêt à long terme et les rendements des placements immobiliers indirects se sont légèrement contractés mais restent toujours attractifs en comparaison historique, en particulier en zone euro.**

La normalisation des taux d'intérêt n'est même pas encore significativement engagée dans plusieurs zones économiques (Eurozone et Japon); il est, dès lors, prématuré de craindre ses effets négatifs sur les taux de capitalisation des placements immobiliers en 2018 en général. Au point actuel du cycle économique mondial, ce phénomène ne devrait pas avoir d'effet durable sur les fondamentaux immobiliers, à l'exception du marché américain dont le cycle de revalorisation est déjà bien engagé.

#### **Taux d'intérêt réels – USA et Eurozone**



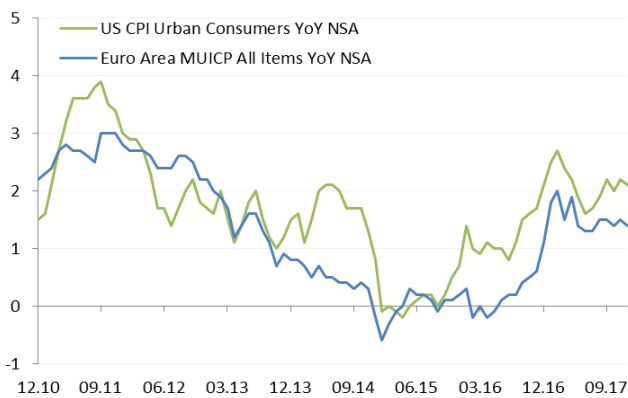
Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

### **L'inflation maintiendra des taux réels historiquement bas**

La surprise de l'année 2018 pourrait bien être l'évolution plus positive des indices de prix. Cette tendance pourrait s'intensifier et affecter un peu plus encore le niveau des taux d'intérêt réels. En dépit de la normalisation en cours de la politique monétaire aux Etats-Unis et, plus tard, en zone euro, la remontée de l'inflation sera, selon nous, plus rapide que celle des taux longs. On devrait donc encore assister au cours des prochains trimestres à une évolution à la baisse des taux d'intérêt réels, un phénomène favorable aux marchés immobiliers aux Etats-Unis, en Europe et au Japon notamment. La progression régulière de l'inflation ne fera que renforcer cette tendance que nous estimons effectivement favorable au secteur.

**Les performances des marchés immobiliers devraient donc être supérieures lorsque les taux d'intérêt réels sont bas et lorsque les perspectives de croissance sont égales ou supérieures à leur moyenne historique.**

### Inflation – USA et Eurozone



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

**Le renforcement de la dynamique économique mondiale sera accompagné d'anticipations de croissance des loyers plus importantes et favorables à la valorisation des actifs immobiliers.**

### **Le cycle immobilier américain perd du « momentum »**

Le cycle immobilier américain est en avance sur la plupart des autres cycles régionaux. Les prix de l'immobilier (S&P CoreLogic Case-Shiller Index) ont encore progressé de +5.9% en 2017 pour la sixième année consécutive, enregistrant une hausse globale de +45% et dépassant désormais de +6% en moyenne le niveau atteint avant l'éclatement de la bulle immobilière en 2007. Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt à court terme seront supérieurs à +2% en 2018 et pourraient dépasser +3% pour des échéances à dix ans. Les taux hypothécaires sont déjà au-dessus de 4% (10 ans) et pourraient aussi atteindre 4.5% en fin d'année. Globalement, la hausse du coût de financement pourrait avoir quelques effets contraignants sur la demande et ralentir la hausse des prix. Parallèlement, les effets de la réforme fiscale sur le secteur immobilier seront plutôt négatifs, en raison de la diminution des possibilités de défiscalisation des prêts hypothécaires. En ce qui concerne le segment commercial, la croissance des loyers devrait aussi ralentir. L'offre qui devrait arriver sur le marché pourrait empêcher une plus forte croissance de loyers. Les taux de croissance des loyers et des prix seront donc encore sensiblement inférieurs à ceux des autres régions et notamment de la zone euro. La contre-performance des valeurs américaines cotées traduit une situation de perte de vitesse du cycle immobilier. En dépit de bonnes perspectives économiques, l'immobilier titrisé américain est certainement en avance sur le cycle de revalorisation.

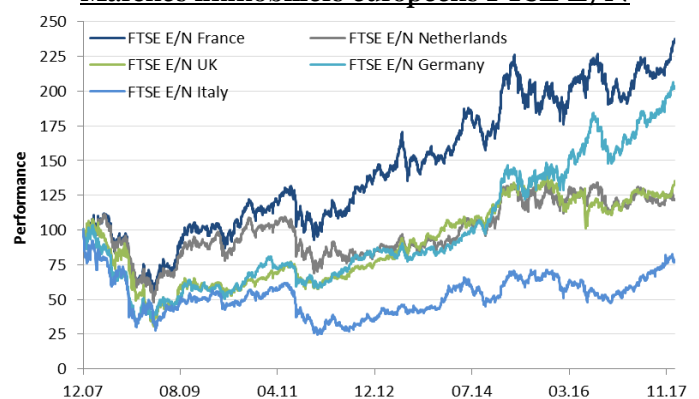
**Malgré un potentiel d'appréciation, le marché américain devrait sous-performer les autres**

**marchés développés et émergents au cours des prochains trimestres. Nous recommandons une sous exposition au marché américain dans une stratégie de placement diversifiée internationalement.**

### **La zone euro bénéficie toujours de meilleures perspectives**

Dans nos précédentes perspectives, nous anticipions une accélération de la dynamique économique en Europe, laquelle s'est concrétisée et semble bien pouvoir encore se renforcer en 2018 et 2019. Nos perspectives positives pour la croissance économique européenne et, notamment, celles pour les moteurs de la croissance tels que l'Allemagne, l'Espagne et même la France, devraient avoir des effets positifs sur les marchés immobiliers respectifs. Les risques politiques ont diminué, même si plusieurs mois après les élections allemandes la chancelière Angela Merkel peine encore à constituer un gouvernement de coalition. La reprise des négociations entre l'Union Européenne et le gouvernement britannique ont aussi apaisé les tensions politiques sans pour autant totalement effacer l'incertitude liée au Brexit. Pour la zone euro, il est important de constater que, pour l'instant, la perspective du Brexit n'a pas de conséquence sur l'appréciation des conditions économiques futures. L'inflation dans la zone euro reste encore inférieure aux objectifs déclarés de la BCE et, si les mouvements attendus pour 2018 se confirment, il est cependant probable que la BCE ne modifie, dans un premier temps, sa politique monétaire que par un ajustement de ses opérations de rachat de titres. Sur le front des taux d'intérêt, il n'y a donc que peu de risques de voir les taux directeurs remonter en 2018, même de manière modeste.

### Marchés immobiliers européens FTSE E/N



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

En ce qui concerne les taux longs, nos prévisions sont haussières, essentiellement en raison de la corrélation qui devrait subsister entre les marchés de taux des pays développés. Ainsi, même si très clairement la zone euro n'est pas exactement au même point de son cycle économique que les Etats-Unis, les tensions sur les taux

longs en dollar se transmettront certainement aux taux longs en euro. L'accélération de la dynamique européenne justifie, par ailleurs, déjà un réajustement du niveau des taux longs qui sera probablement plus brutal que celui qui affectera le marché américain.

**Pour le marché immobilier européen, ce contexte économique de l'année 2018 devrait stimuler la demande pour l'immobilier commercial et progressivement réduire les surcapacités dans certaines grandes villes. Le contexte incertain des années précédentes avait plutôt freiné les projets de développements dans un environnement déjà caractérisé par quelques excès de l'offre. Ces développements permettront une poursuite de la progression des loyers en Europe.**

### Prime de risque favorable à l'immobilier européen

Le changement de tendance sur les taux d'intérêt augmentera certainement les coûts en matière de financement, mais le coût réel (après inflation) et l'absence d'alternative permettront encore au marché immobilier européen d'attirer de nouveaux investisseurs. Nous ne pensons pas que l'évolution des coûts de financement sera suffisante pour freiner en 2018 l'investissement immobilier. L'écart de rendement des placements immobiliers par rapport au rendement des obligations gouvernementales en euro est encore en ce début d'année 2018 à son plus haut niveau des vingt dernières années. En particulier, le « spread » calculé sur les placements immobiliers bénéficiant d'un positionnement de premier ordre se situe à environ 250 points de base, dans les zones moins centrales l'écart de rendement est bien plus élevé et attrayant en comparaison historique. Nous considérons toujours que les placements immobiliers européens offrent donc une alternative très attrayante aux rendements obligataires.

**En ce qui concerne l'immobilier titrisé, nous estimons que les risques désormais croissants de moins-values obligataires soutiendront plus largement en 2018 une réallocation des actifs en faveur de l'immobilier dans les portefeuilles**

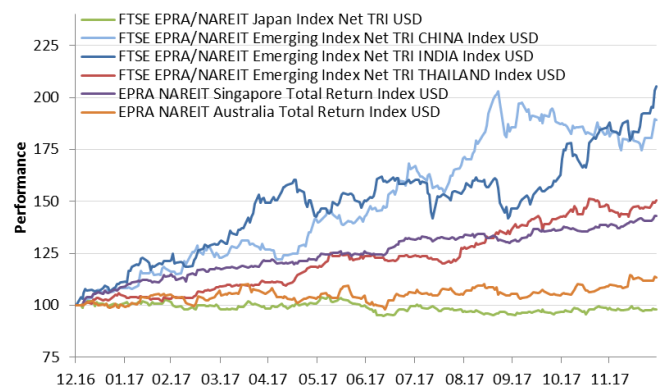
**institutionnels. En termes d'allocations régionales, la zone euro devrait encore bénéficier d'un potentiel supérieur de revalorisation des loyers et d'une croissance plus soutenue des prix.**

### L'immobilier en Asie profite d'une croissance plus dynamique

En Asie, la croissance économique sera encore solide en 2018, grâce à l'évolution positive de la dynamique régionale. Elle sera encore largement supérieure à celles de l'Europe et des Etats-Unis, mais il sera peu probable d'assister à des hausses significatives de taux d'intérêt. Les perspectives de hausse des loyers sont réelles, bien qu'en partie limitées par l'évolution de l'offre immobilière croissante. Les perspectives de croissance des prix y seront certainement limitées aussi. La progression des loyers en Asie dans le segment des bureaux profitera des développements positifs des marchés australiens et indiens. En Chine, les loyers semblent avoir un peu baissé, en raison de l'arrivée sur le marché de nouvelles capacités. A Singapour, la demande de relocalisation est restée relativement robuste sans provoquer d'effet notable sur les loyers. A Hong Kong et Tokyo, la demande a cependant faibli légèrement. En Inde, la demande de bureaux et de surfaces de vente restera sans doute solide et soutiendra la progression des loyers.

**L'Asie profite toujours d'une meilleure dynamique et reste privilégiée dans notre allocation régionale.**

#### Marchés immobiliers en Asie



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

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 2  
1201 Genève - Suisse  
T: +41225959611 F: +41225959612  
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch