



## Nouvelles opportunités sur les marchés immobiliers en zone euro

**Reprise attendue de l'immobilier en avril. Les taux ne sont pas encore une réelle menace. Prime de risque favorable. La zone euro surperforme. Retour de l'intérêt pour les Etats-Unis.**

### Points clés

- Net rebond de l'immobilier après une correction temporaire des indices
- Croissance internationale favorable à l'immobilier
- La hausse des taux d'intérêt pourrait bientôt être menaçante dans certains pays
- L'inflation retiendra la hausse des taux réels
- Rebond attendu des valeurs américaines après un trimestre difficile
- La conjoncture soutiendra l'immobilier dans la zone euro
- Le marché immobilier en Asie suit une autre dynamique

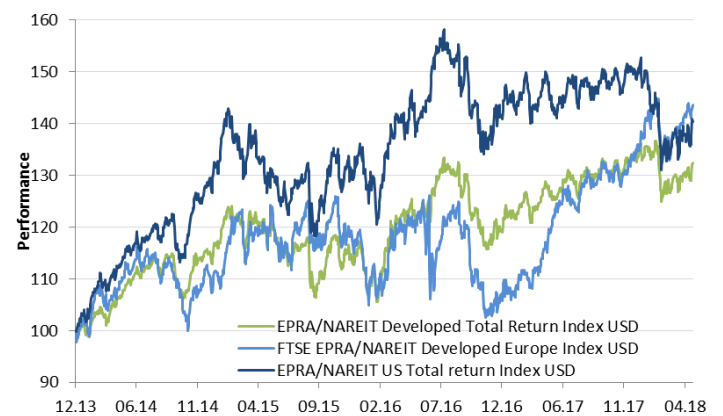
### Net rebond de l'immobilier après une correction temporaire des indices

L'immobilier international n'a pas pu s'affranchir totalement du regain de volatilité observé dans les marchés actions au 1er trimestre. L'année 2017 s'était clôturée sur de belles performances pour la plupart des marchés régionaux ; le contraste a donc été saisissant en début d'année. Une correction de -6.8% de l'indice global en USD a ainsi effacé la hausse de +4% enregistrée au 4ème trimestre et un peu moins de la moitié de la hausse complète de l'année (+15% en USD). Cette correction des valeurs immobilières a toutefois été, une nouvelle fois, assez largement impactée par la nette contre-performance du marché américain. En effet, l'indice des REITs américains cédait -10% sur la période, alors que les marchés européens ne glissaient que de -1.6% en USD et que les marchés asiatiques résistaient particulièrement bien en restant stables en USD (+0.01%).

Notre stratégie de placements immobiliers diversifiés privilégiait encore, en début d'année, les deux dernières régions dans notre allocation relative et sous-pondérait encore les Etats-Unis. Cette politique a largement contribué aux résultats positifs sur le trimestre de référence. En monnaies locales, la zone euro enregistre une consolidation similaire (-4.6%) à celle du Royaume-Uni (-4.6% et -3.2% en euro) qui tire plutôt bien son épingle du jeu, dans le contexte pourtant toujours extrêmement incertain du Brexit. Les marchés asiatiques développés n'ont glissé que de -0.9% en dollar, alors que ceux de la zone Asie pacifique progressaient même de +1.4% en USD. Les performances des marchés asiatiques surpassent donc également celles obtenues par l'immobilier aux Etats-Unis, largement plus affectés par les risques de hausse de taux que la plupart des autres marchés.

Depuis quelques semaines, le rebond des valeurs immobilières est très net, en particulier pour celles de la zone euro en rebond de +10% depuis mi-février.

### Indices EPRA/NAREIT USA Europe Monde



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

La normalisation des taux directeurs et des rendements à longs termes avaient réduit l'attrait d'une diversification en titres immobiliers américains.

Mais le rebond des REITs européens ainsi qu'une période de stabilisation sur les marchés de taux américains pourraient bien constituer un motif de retour de l'intérêt des investisseurs pour l'immobilier américain dans les prochains mois.

## Croissance internationale favorable à l'immobilier

La croissance mondiale a atteint +3.7% en 2017 et devrait toucher +3.9% en 2018, puis 4% en 2019, selon l'OCDE. Elle sera donc, selon toutes vraisemblances, en 2018 certainement la plus élevée depuis 2011 et bénéficiera de la synchronisation des cycles conjoncturels régionaux. L'expansion économique mondiale s'affermi, sur fond de hausse robuste de l'investissement, accompagnée d'un rebond des échanges et d'un redémarrage de l'emploi qui alimentent une reprise généralisée, selon l'institution. Les pays développés et émergents participeront largement 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 donc 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 des 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.

## La hausse des taux d'intérêt pourrait bientôt être menaçante dans certains pays

Nous le relevions déjà dans nos précédentes perspectives conjoncturelles, l'année 2018 sera certainement celle du changement de paradigme global en matière de politique monétaire. La Réserve fédérale s'est engagée dans un processus de normalisation des taux directeurs qui risque de s'intensifier lorsque l'inflation s'avèrera durablement supérieure à son objectif de 2%. Les marchés financiers ne se sont que peu inquiétés de ce risque jusqu'en janvier 2018. Ils ont ensuite commencé à prendre en considération l'augmentation des risques d'un renforcement de l'action de la banque centrale, avec la hausse des anticipations inflationnistes aux Etats-Unis. Au niveau international, il est sans doute encore un peu tôt pour craindre un renversement complet des politiques monétaires, mais la tendance future est clairement à la normalisation. La question clé est de savoir à quel moment les investisseurs craindront réellement l'impact de ce changement sur les valorisations immobilières.

Nous estimons que si effectivement les taux d'intérêt à long terme suivront une tendance haussière en 2018, cette relance restera insuffisante pour affecter la valorisation des placements immobiliers ou même concurrencer cette classe d'actifs dans les stratégies de diversification des investissements.

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



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

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 au cours du trimestre, essentiellement sous l'effet de la hausse des taux longs des derniers mois. Ils restent toujours attractifs, en comparaison historique, en zone euro. Rappelons que la normalisation des taux d'intérêt n'est pas encore significativement engagée dans plusieurs zones économiques (Euro zone 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.

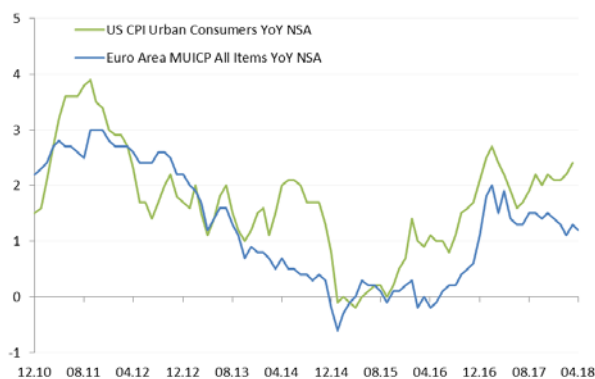
## L'inflation retiendra la hausse des taux réels

Nous maintenons notre prévision d'une accélération probablement supérieure aux attentes de l'inflation en 2018, notamment aux Etats-Unis. L'inflation devrait, en effet, finir par se renforcer sous l'impulsion de tensions à venir dans le marché de l'emploi 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 pourrait être plus rapide que celle des taux longs. On devrait donc encore assister au cours des prochains trimestres à une stabilisation voire un léger déclin 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.

**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.**

### Inflation – USA et Eurozone



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

### **Rebond attendu des valeurs américaines après un trimestre difficile**

Nos prévisions pour l'évolution trimestrielle du marché immobilier américain relevaient le risque très net de sous-performance du marché US vis-à-vis des autres marchés développés de la zone euro et de l'Asie. Nous recommandions une sous-exposition à ce marché dans notre stratégie de placement diversifiée internationalement. Au cours du trimestre, le marché immobilier américain a été le plus affecté par le changement d'appréciation des risques de relance de l'inflation et de hausse des taux directeurs. La forte correction de -10% en quelques semaines a accompagné celle des marchés actions et s'est avérée être l'une des plus nettes des marchés immobiliers régionaux. Nous évoquons le fait que le cycle immobilier américain était en avance sur la plupart des autres cycles régionaux et que la hausse des prix immobiliers avait déjà été très significative, les prix ayant en effet déjà dépassé ceux atteints avant l'éclatement de la bulle immobilière en 2007. Les fondamentaux du marché immobilier américain ne sont pas négatifs, mais les risques semblent plus élevés, en raison de l'avancement du cycle. Les taux d'intérêt à court terme seront supérieurs à +2% en 2018 et devraient dépasser +3% pour des échéances de 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. La contre-

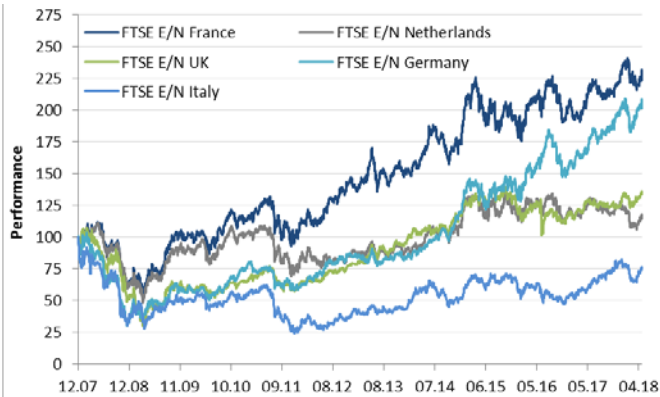
performance des valeurs américaines cotées traduit une situation de perte de vitesse du cycle immobilier. En dépit de bonnes perspectives économiques, l'immobilier titrisé américain est certainement en avance sur le cycle de revalorisation. Cependant, la correction récente des valeurs a partiellement reconstitué une prime de risque qui pourrait soutenir une remontée des cours au deuxième trimestre. Aux niveaux actuels, les valorisations ne sont plus autant défavorables, même si la concurrence du rendement obligataire sans risque reste un facteur important pouvant freiner désormais la progression des REITs.

**Le marché immobilier américain pourrait surprendre dans les prochains mois par un rebond et une phase de rattrapage des autres marchés développés. Par conséquent, nous modifions nos perspectives et réduisons la sous-exposition dans notre allocation tactique immobilière.**

### **La conjoncture soutiendra l'immobilier dans la zone euro**

Dans nos précédentes perspectives, nous anticipions une accélération de la dynamique économique en Europe qui s'est concrétisée et qui semble bien pouvoir encore se renforcer en 2018 et 2019. Nos perspectives positives pour la croissance économique européenne, 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. La reprise des négociations entre l'Union Européenne et le gouvernement britannique a aussi apaisé les tensions politiques, sans pour autant effacer totalement 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. Dans la zone euro, l'inflation reste encore inférieure aux objectifs déclarés de la BCE, mais l'heure du changement de politique monétaire se précise, même si il n'y a que peu de risques de voir les taux directeurs remonter en 2018. L'économie européenne n'est pas au même point de son cycle économique que les Etats-Unis, mais elle évolue désormais à un rythme de croissance similaire. La normalisation des taux longs en zone euro pourrait se produire plus rapidement que prévu et peut-être affecter ultérieurement l'immobilier titrisé européen de la même manière que ce qui s'est produit aux Etats-Unis ces derniers mois. L'accélération de la dynamique européenne justifierait déjà un réajustement du niveau des taux longs qui n'intervient pas encore, en raison exclusive de l'action de la BCE. L'ajustement n'en sera probablement que plus rapide lorsqu'il interviendra.

### Marchés immobiliers européens FTSE E/N



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

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 développement dans un environnement déjà caractérisé par quelques excès de l'offre. Ces développements permettront une poursuite de la progression des loyers en Europe. 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 l'investissement immobilier en 2018. L'écart de rendements des placements immobiliers par rapport aux obligations gouvernementales en euro est encore 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 rendements est bien plus élevé et attrayant en comparaison historique.

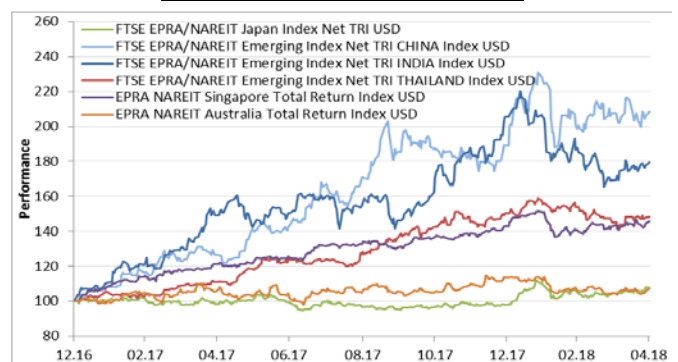
Nous considérons toujours que les placements immobiliers européens offrent donc une alternative très attrayante aux rendements obligataires. En ce qui concerne l'immobilier titrisé, nous estimons que les risques désormais croissants de moins-values obligataires soutiendront plus largement en 2018 une 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.

### Le marché immobilier en Asie suit une autre dynamique

L'immobilier titrisé en Asie n'a pas souffert du changement de perception sur l'évolution des taux aux Etats-Unis au cours du premier trimestre. Une situation conjoncturelle tout à fait spécifique soutient la demande d'investissement ; la croissance économique devrait se renforcer en 2018, grâce à l'évolution positive de la dynamique régionale et internationale. 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. La progression des loyers en Asie, dans le segment bureaux, profitera des développements positifs des marchés australiens et indiens. En Chine, les loyers semblent avoir légèrement 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 un peu faibli. 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 S.A

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