



L'immobilier titrisé international reste une opportunité séduisante

Hausse plus modérée des prix de l'immobilier direct. Expansion économique favorable à l'immobilier titrisé. Valorisations pas encore menacées par les taux d'intérêt. Rester investi.

Points clés

- Un 1^{er} trimestre exceptionnel pour l'immobilier titrisé international
- Perte de momentum logique en avril
- La baisse des taux d'intérêt a été un facteur de soutien de la reprise des cours
- Les primes de risques sont toujours favorables
- Hausse plus modérée des prix de l'immobilier direct aux Etats-Unis
- Valorisations pas encore réellement menacées par les taux d'intérêt
- L'immobilier profite de taux d'intérêt réels toujours bas et reste une opportunité séduisante
- Allocation tactique réduite aux Etats-Unis

temporaire et correspondait sans doute plus à un effet de panique générale dans les marchés boursiers qu'à un réel changement de situation dans l'ensemble des marchés immobiliers internationaux.

Notre recommandation était alors de profiter de cette opportunité de repositionnement à bon compte pour privilégier les marchés asiatiques et se positionner plus largement aussi sur les marchés américains et européens.

Le premier trimestre 2019 aura donc salué cette stratégie en lui permettant de bénéficier de hausses parfois considérables des valeurs immobilières cotées.

Un trimestre exceptionnel pour l'immobilier titrisé

Nous parlions de véritable aubaine et de réelle opportunité d'investissement pour qualifier la situation sur divers marchés immobiliers titrisés en fin d'année qui subissaient les dégagements d'investisseurs paniqués par l'émergence d'un scénario extrême de récession américaine couplée à un effondrement de la croissance mondiale en 2019.

La chute de l'immobilier coté s'établissait à plus de -6% en 2018, dont l'essentiel (-5%) s'était produit en décembre. Nous relevions alors que le caractère irrationnel de ces corrections de valeur serait

Marchés immobiliers titrisés en monnaies locales (2019)



Sources : Bloomberg, BBGI Group SA

D'un point de vue global, l'immobilier titrisé international a enregistré une progression impressionnante de +14.7% en seulement trois mois, dépassant très largement la correction de -5% du mois de décembre. La performance

des indices immobiliers internationaux a ainsi dépassé celle des indices actions (+12.5%), ce qui constitue un événement particulièrement important dans le contexte de ce début d'année toujours incertain, mais malgré tout plus serein. Tous les grands marchés immobiliers titrisés ont participé à cette reprise fulgurante. Les pays émergents (+16%) et les Etats-Unis (+15.9%) enregistrent les meilleurs résultats, mais l'Asie (+14.5%), l'Europe (+13.8%) et le Royaume-Uni (+11.9%) profitent aussi de rebonds importants.

Le mois d'avril se termine sur une tendance mixte après les progressions impressionnantes des trois premiers mois de l'année. Une consolidation normale des cours dans une assez faible volatilité a concerné la plupart des régions ces dernières semaines. Les indices immobiliers régionaux ont enregistré de petites fluctuations (entre -1% et +1%) à l'exception de l'immobilier asiatique en baisse de -3%.

La baisse des taux d'intérêt a été un facteur de soutien de la reprise des cours

La première phase importante de baisse des taux longs, parfois en dessous de zéro, qui était intervenue en décembre n'avait pas eu d'effet positif sur l'immobilier coté, bien au contraire. Mais au cours de ces derniers mois, dans un contexte boursier plus optimiste, ce facteur a certainement contribué à la hausse des titres immobiliers. Cependant, nous pensons qu'il ne devrait plus avoir un rôle positif identique au cours des prochains mois, en raison du renversement de tendance probable que nous anticipons pour les marchés de taux dans le meilleur environnement conjoncturel qui devrait s'installer dans les trimestres à venir.

Primes de risques toujours favorables

En terme de politique de placement, nous estimons toutefois que les placements immobiliers titrisés offrent toujours des rendements très séduisants en comparaison à ceux servis sur les marchés obligataires. L'immobilier international titrisé est donc toujours une forme de diversification intéressante pour les investisseurs. Les performances attendues pour les prochains trimestres seront nécessairement inférieures à celles obtenues en ce

début d'année, mais nous prévoyons pour la plupart des marchés régionaux des rendements très nettement supérieurs à ceux des obligations ainsi que des gains en capitaux additionnels. Les primes de risque sont suffisantes pour motiver une surpondération à cette classe d'actifs.

Hausse plus modérée des prix de l'immobilier direct aux Etats-Unis

Le marché immobilier américain direct se stabilise depuis plusieurs mois déjà. Le segment résidentiel était encore en décélération en ce début d'année, mais la croissance des prix de l'immobilier sur un an reste positive en février (+3%) mais elle décline encore par rapport à la mesure comparable de janvier (+3.6%), sensiblement moins que la hausse de l'année précédente à la même période.

Les résultats intermédiaires semblent suggérer une légère reprise des prix au cours des dernières semaines. Le marché résidentiel devrait pouvoir profiter de la baisse récente des taux d'intérêt hypothécaires et de la visibilité offerte par l'attitude nouvelle du président de la Réserve fédérale sur la politique monétaire. Cette situation devrait être un soutien à la demande et provoquer une progression des prix d'environ +5% d'ici 2020. La demande devrait donc se renforcer, en raison également d'un marché de l'emploi toujours plus robuste, d'un degré de confiance élevé, de revenus disponibles croissants et donc d'une capacité accrue des ménages à acquérir de l'immobilier résidentiel. La dynamique économique américaine n'est pas remise en question et soutiendra une poursuite de la progression des prix à un rythme toutefois très nettement inférieur.

Le marché britannique reste très incertain

L'incertitude qui entoure encore la question non résolue de la future forme que prendra le Brexit pèse toujours un peu plus sur les prix de l'immobilier au Royaume-Uni, de plus en plus volatiles en ce début d'année. La dernière publication des prix de l'immobilier résidentiel pour le mois de mars (-1.6%) contraste avec le rebond de février (+6%), qui était précédé d'une chute de -2.6%. Les prix des maisons chutent plus nettement à Londres que dans le reste du pays. Le marché britannique reste dans l'ombre du Brexit et ne présente toujours pas d'opportunité de repositionnement. Nous recommandons de rester en dehors de ce marché, pour l'instant, au moment où la

banque d'Angleterre évoque une chute possible de 25% des prix de l'immobilier dans le scénario pessimiste d'un Brexit sans accord. Alors qu'un « hard Brexit » ou un « no deal » feraient certainement chuter les prix de l'immobilier au Royaume-Uni, les conséquences pour les marchés européens pourraient être favorables. De nombreux travailleurs rentrant dans leurs pays pourraient soutenir la demande et les prix.

Immobilier en Chine

En Chine les prix de l'immobilier ont progressé de +11.1% sur un an en janvier 2019, alors que la hausse des prix se poursuit à un rythme raisonnable de +0.53% en février et +0.61% en mars. La tendance haussière touche pratiquement toutes les villes du pays puisque le Bureau national de statistiques relève que 57 villes sur 70 enregistrent une progression mensuelle. A Hong Kong, les prix de l'immobilier ont enfin décliné après plus de deux ans de progression régulière. La baisse a commencé pendant l'été 2018 et s'est poursuivie jusqu'à ce jour en raison des tensions commerciales, de la hausse des taux et de la volatilité de l'indice Hang Seng. La situation semble s'améliorer au 1er trimestre, les prix se sont stabilisés et pourraient désormais profiter d'un environnement plus positif, mais d'un point de vue relatif, l'immobilier à Hong Kong reste inabordable pour la très grande majorité des résidents.

L'immobilier européen

En Europe, le marché portugais est aussi bien positionné pour être un marché toujours très demandé, mais la hausse des prix de l'immobilier en Europe concerne en fait presque tous les pays qui profitent de conditions de financement particulièrement avantageuses et qui devraient encore soutenir en 2019 une poursuite de la tendance haussière des prix des logements.

Expansion économique favorable aux placements immobiliers

Les craintes d'une récession étaient irrationnelles et largement attribuables au climat boursier exceptionnel de fin d'année. Les risques de ralentissement concernent avant tout le trimestre en cours et semblent déjà assez largement intégrés dans les prévisions économiques. Les

déclarations des négociateurs américains et chinois laissent entendre qu'un accord sera trouvé, même s'il faudra encore patienter quelques semaines pour en affiner les détails. Entre-temps, les fondamentaux économiques semblent montrer des signes de stabilisation et d'amélioration de la confiance. Le creux du cycle manufacturier à court terme a donc peut-être déjà été atteint. Notre scénario privilégiait un ralentissement économique mondial limité qui n'aura pas de conséquence significative sur le secteur de la construction et sur l'immobilier. La phase d'expansion de l'économie mondiale va se poursuivre en 2019 et développer des effets positifs sur l'immobilier international.

Valorisations pas encore réellement menacées par les taux d'intérêt

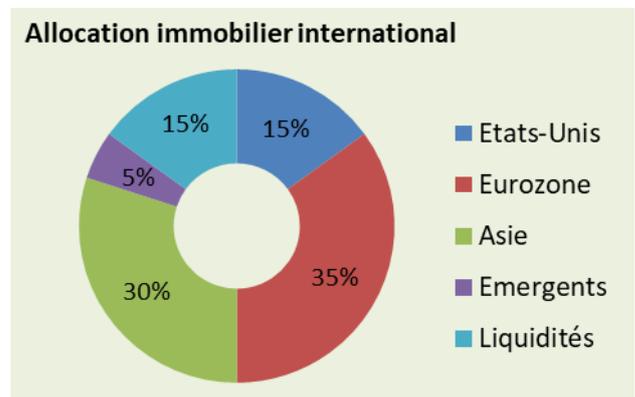
Le début d'année a été marqué par le changement assez radical des stratégies adoptées jusqu'alors par les principales Banques centrales. Ces dernières avaient plutôt partagé leur optimisme sur la vigueur de la croissance économique et sur la nécessité de poursuivre les processus de normalisation des politiques monétaires engagées, comme en témoignait la dernière hausse des taux directeurs de la Fed en décembre et les annonces de la BCE d'interrompre le programme d'achat de dette gouvernementale dès le 1er janvier 2019. Les banques centrales, sans doute relativement inquiètes de l'évolution des marchés financiers et du développement d'un scénario économique négatif ayant provoqué une panique boursière généralisée au 4ème trimestre 2018, ont en effet changé de stratégie. Désormais la Fed ne touchera plus ses taux directeurs en 2019 et met un terme à son processus de réduction de son bilan. Du côté de la zone euro, la BCE n'envisage aucune hausse de taux et annonce un nouveau TLTRO permettant de nouvelles injections monétaires. La baisse des taux longs est certainement excessive dans l'environnement décrit de ralentissement conjoncturel, il est donc probable qu'une nouvelle tendance haussière se dessine et soutienne un retour des taux longs sur les niveaux qui prévalaient en septembre 2018. Les craintes de hausse de taux sont souvent évoquées comme étant un des principaux risques pour la valorisation des actifs immobiliers, à juste titre. Mais dans le contexte actuel, il est peu probable que ce facteur ne développe d'effets négatifs importants sur les prix de l'immobilier.

L'immobilier profite de taux d'intérêt réels toujours bas

Les performances des marchés immobiliers devraient être supérieures, lorsque les taux d'intérêt réels sont bas et que les perspectives de croissance sont égales ou supérieures à leur moyenne historique. Les craintes de ralentissement excessives ont affecté les anticipations en fin d'année, mais la dynamique économique mondiale s'avèrera, sans doute, plus résistante en 2019 et permettra certainement de maintenir une croissance du PIB mondial proche de +3.5%. Dans ce contexte, nous estimons toujours que l'environnement reste propice à une croissance modérée des loyers et des prix de l'immobilier en général. En ce qui concerne les taux d'intérêt réels, le fléchissement des mesures de l'inflation, telles que les indices de prix à la consommation dans la majorité des pays développés, a été accompagné de diminutions similaires des rendements à long terme. Aux Etats-Unis, l'inflation a glissé de +2.2% à +1.5% en février tandis que les rendements à dix ans du Trésor passaient de 3.1% à 2.4%. Ces mouvements ont été similaires en zone euro, l'inflation glissait de 2% à 1.5% en février et les taux longs du Bund allemand à dix ans enregistraient une baisse de 0.55% à 0%. En l'absence d'une véritable récession, l'inflation devrait être soutenue en 2019 par des marchés de l'emploi de plus en plus robustes, des hausses de salaires horaires et une remontée de cours des matières premières et des prix de l'énergie. Les rendements réels actuels ne sont pas négatifs qu'en euro, mais également dans d'autres pays développés comme le Japon. Dans les marchés émergents, ce facteur sera moins favorable, en raison de rendements réels positifs. C'est notamment le cas en Chine dont l'inflation (+1.5%) est inférieure au rendement des obligations gouvernementales (3.2%).

Allocation tactique réduite aux Etats-Unis

Après la progression extrêmement rapide de l'immobilier titrisé au 1er trimestre, il devient plus difficile de justifier immédiatement une poursuite des tendances observées en début d'année. Les perspectives restent globalement positives comme nous l'avons évoqué, mais l'évolution prochaine sera certainement moins linéaire en affectant de manière différente les divers marchés régionaux. La corrélation des marchés était particulièrement élevée ces trois derniers mois car on assistait en fait à un ajustement assez généralisé des cours de l'immobilier après la panique de décembre. La plupart des marchés enregistraient en effet des progressions centrées autour de +14% à l'exception de l'immobilier émergent en forte progression de +16%. Désormais, on devrait à nouveau voir ces prochains mois une diminution de la corrélation des marchés immobiliers titrisés et une plus grande disparité de performances. En termes de politique de placement, le marché le plus mature nous semble être le marché américain. Nous privilégions à ce stade une exposition supérieure aux marchés européen et asiatique en sous pondérant les Etats-Unis dans notre grille d'allocation régionale.



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