



Immobilier titrisé plus attrayant à l'étranger qu'en Suisse

Politiques monétaires et taux favorables à l'immobilier international. Six semaines exceptionnelles pour l'immobilier titrisé suisse. Attention à la hausse des agios. Prendre des profits.

Points clés

- Une nouvelle année positive pour l'immobilier
- L'immobilier titrisé est toujours une alternative
- L'immobilier direct reste bien orienté
- Amélioration des perspectives conjoncturelles avec la baisse des taux d'intérêt
- Taux de capitalisation toujours plus favorables
- Politiques monétaires stimulantes
- Attention aux nouveaux sommets après une consolidation de courte durée
- Rendement du dividende des sociétés immobilières toujours élevé
- Attention à la hausse des agios des fonds de placement et des sociétés immobilières suisses
- Allocation tactique réduite aux Etats-Unis
- Recommandation de prises de profits en Suisse

dont la performance du 2ème trimestre s'est avérée nulle (+0.1%). L'ensemble des marchés régionaux a suivi cette tendance horizontale, à l'exception de la zone euro qui a subi un peu plus de dégagements et de prises de profits en juin, mais qui s'est ensuite reprise rapidement dans les premiers jours du mois de juillet. En ce début de 3^{ème} trimestre, l'immobilier titrisé profite du contexte de baisse de taux directeurs aux Etats-Unis (-0.25%) et des taux à dix ans du Trésor (-0.5%) ainsi que de l'absence d'alternative générale aux rendements négatifs en zone euro et en Suisse en particulier. L'indice EPRA NAREIT USA enregistre une hausse de +3.18% en six semaines et semble prêt à poursuivre sa nouvelle tendance haussière au cours des prochains mois. En zone euro, l'immobilier titrisé n'a pas bénéficié du même engouement et stagne depuis le mois de juin (+0.5%), alors que les taux longs gouvernementaux ont tout de même glissé de -0.35% sur la même période pour s'établir à -0.7% sur les échéances de dix ans. En Suisse, les fonds de placement immobilier ont aussi bondi de +3.9%, augmentant d'autant le niveau d'agio déjà assez élevé.

Une nouvelle année positive pour l'immobilier

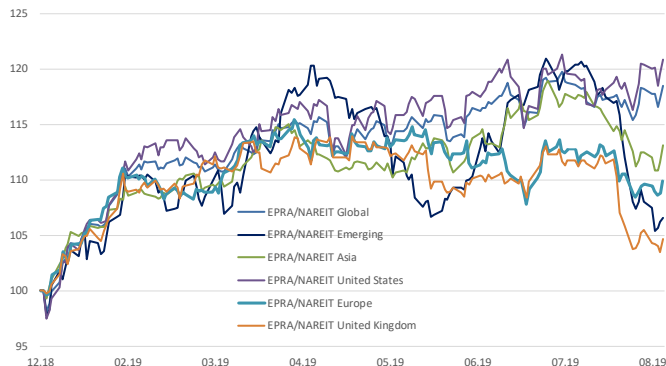
La hausse des cours des placements immobiliers titrisés a été exceptionnelle au cours du 1^{er} semestre, bien que l'essentiel de la progression des cours ait cependant été réalisé pendant le 1^{er} trimestre suite à la situation exceptionnelle de la fin d'année 2018 que nous avons qualifiée de véritable aubaine pour l'investisseur rationnel. L'immobilier titrisé a bondi de près de +15% au 1^{er} trimestre avant de stopper sa progression assez brutalement lorsque le scénario conjoncturel mondial s'est assombri en mai. Le retour des risques de récession lié à l'interruption des négociations commerciales a effectivement mis un frein à la hausse des placements immobiliers

L'immobilier titrisé constitue toujours une alternative de choix aux obligations

En termes d'allocation d'actifs, nous estimons toutefois que les placements immobiliers titrisés offrent des rendements toujours plus séduisants en comparaison de 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.

Marchés immobiliers titrisés en monnaies locales (au 16 août 2019)



Sources : Bloomberg, BBGI Group S.A

L'immobilier direct reste bien orienté

Aux **Etats-Unis**, le sentiment s'améliore avec les indications que de meilleurs taux hypothécaires devraient stimuler la demande. La demande pour des maisons familiales progresse de concert avec le sentiment des constructeurs désormais au plus haut depuis 2018. Les coûts de construction augmentent cependant sensiblement en raison de la hausse des prix des matériaux de construction et des coûts du travail. Les mises en chantier ont toutefois diminué de -0.9% en juin, mais les chantiers de logements individuels ont augmenté de +3.5% compensant en partie la baisse du mois de mai. La hausse des prix devrait se maintenir au second semestre. En **France**, la demande reste particulièrement forte et la rareté de l'offre provoque naturellement des hausses de prix. Le m2 de surface commerciale a bondi de +7% au 2ème trimestre dans la ville de Paris. Les investisseurs étrangers continuent d'investir, comme en témoigne la hausse des volumes de +5% au 1er semestre 2019. La dégradation du climat boursier n'a pas affecté les investissements directs dont le volume de transaction pourrait bien dépasser 20 milliards d'euros en Ile-de-France. Au **Royaume-Uni**, le contexte est encore plus incertain à seulement quelques mois de la nouvelle date butoir accordée par l'Union européenne pour le Brexit, le ratio rendement/risque attendu du marché immobilier ne nous apparaît toujours pas attrayant. Le marché immobilier britannique ne peut en effet s'affranchir de l'incertitude qui entoure encore la question non résolue de la future forme que prendra le Brexit. Les risques d'une nouvelle dégradation des conditions de marchés nous semblent suffisants pour recommander de rester en dehors de cette classe d'actifs, pour l'instant, au moment où la banque d'Angleterre évoque toujours une chute possible de la Livre et une correction de 25% des

prix de l'immobilier dans le scénario pessimiste d'un Brexit sans accord.

En **Chine**, les prix de l'immobilier ont encore progressé de +0.66% en juin. Sur un an, la hausse des prix des nouvelles maisons s'est établie à +10.80%. Les investissements dans l'immobilier ont augmenté de +10.90% en glissement annuel au 1er semestre, soit un peu moins que la progression du 1er trimestre (+11.8%). Le marché immobilier chinois est contrôlé de près par le gouvernement qui modifie les règles en fonction de ses besoins de pilotage pour permettre au prix de progresser de manière plus ordonnée. L'objectif est clair, le gouvernement recherche la stabilité et veut éviter autant une hausse rapide qu'une baisse des prix. Cependant, le ralentissement conjoncturel pourrait pousser le gouvernement à assouplir cette position et autoriser une progression des prix induite par une baisse des taux d'intérêt. Au **Japon**, le marché de l'immobilier commercial enregistre sa 65ème progression mensuelle des prix en juin. Le niveau toujours extrêmement bas des taux soutient encore la performance des REITs en hausse de +13% depuis le début de l'année. L'indice Japan REIT est à son plus haut depuis 2008, poussé par les investissements toujours importants des assureurs japonais. Les fondamentaux du secteur commercial semblent toujours bons à Tokyo. Les taux de vacance sont toujours bas à 2%, mais l'offre devrait croître de plus de 1 million de mètres carrés en 2020. Les hausses de loyers devraient rester faibles dans ce contexte, pour un rendement stable de l'ordre de 3% à 3.8%. Le segment résidentiel a plus largement profité de la hausse avec une progression des prix de près de +20% en 2019 et de plus de +40% depuis 2015. Le rendement de l'immobilier résidentiel est plus proche de 3%. A ce niveau de prix, les perspectives sont limitées pour les actifs immobiliers japonais.

Amélioration des perspectives conjoncturelles avec la baisse des taux d'intérêt

Les perspectives de croissances économiques restent l'un des principaux facteurs fondamentaux pour les marchés immobiliers nationaux. L'évolution de ces perspectives au cours des derniers trimestres a clairement mis en évidence l'influence de ce type d'anticipation sur la valorisation de l'immobilier titrisé en particulier, plus réactif évidemment à de tels changements. Les craintes de récession ont été largement exagérées selon nous depuis le dernier trimestre 2018 et n'ont en fait que peu de chances de se concrétiser. Elles avaient cependant très nettement pénalisé les indices immobiliers en fin d'année avant de se reprendre et d'enregistrer de nouvelles progressions.

En ce début de 2ème semestre, notre scénario de croissance reste positif et se trouve même renforcé sensiblement par les changements de politiques

monétaires qui se sont matérialisés aux Etats-Unis. En effet, les baisses de taux directeurs et de nouvelles politiques monétaires d'accompagnement à la croissance devraient produire une accélération de la dynamique économique en fin d'année qui pourrait être de nature à relancer l'inflation au-dessus des objectifs des banques centrales.

L'immobilier devrait bénéficier de cette conjoncture meilleure. Il faudra cependant rester attentif à la question des valorisations pour l'immobilier titrisé dans un tel contexte pourtant favorable à l'immobilier direct.

Taux de capitalisation toujours plus favorables

La baisse généralisée des taux longs jusqu'à ce jour aura clairement été un facteur favorable au secteur immobilier même si celle-ci n'a pas toujours été justifiée par des fondamentaux finalement plus robustes, notamment aux Etats-Unis. En zone euro, le ralentissement est en effet plus net et justifie plus qu'aux Etats-Unis un changement de politique monétaire et un ajustement des taux longs. La baisse des rendements à dix ans, d'environ 0.5% dans la plupart des régions, réduit un peu plus encore les risques qui pouvaient menacer les valorisations immobilières dans le contexte de hausse des taux longs qui prévalait jusqu'à présent. Cette baisse des taux longs nous semble cependant excessive au regard de la situation conjoncturelle mondiale plutôt résistante. Avec le changement de politique annoncé par la baisse des taux directeurs de 0.25% de la Fed, les perspectives de relance conjoncturelle pour le 2ème semestre devraient être révisées cette fois-ci à la hausse. Par conséquent, l'épisode actuel de fléchissement des taux longs ne devrait pas durer. Toutefois, même si nous estimons possible de voir les taux longs retrouver d'ici la fin de l'année les niveaux atteints en septembre 2018 aux alentours de 3%, les marchés immobiliers devraient bénéficier plus largement de la relance conjoncturelle et ne pas être trop affecté par la hausse des taux de capitalisation. La hausse des revenus des ménages et des taux d'intérêt bas soutiendront l'intérêt des particuliers, tandis que les rendements toujours élevés sur des placements immobiliers résidentiels ou commerciaux, en comparaison aux marchés des capitaux, motivera une poursuite de la réallocation des actifs favorable à l'immobilier.

Politiques monétaires stimulantes

En Europe, la nomination de Christine Lagarde pour succéder à Mario Draghi à la tête de la BCE ne fera sans doute pas l'unanimité, mais si elle n'est effectivement pas économiste, elle pourra compter sur son expérience politique de ministre de l'économie, de l'industrie et de

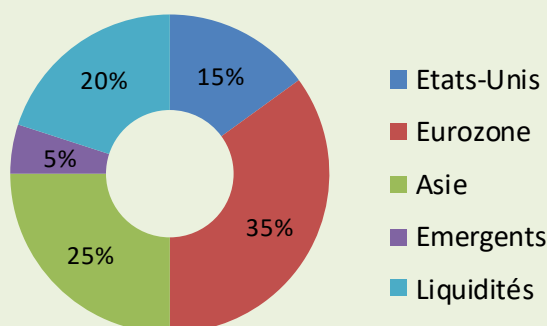
la finance pendant la crise financière en France et ensuite à la tête du FMI, mais surtout sur une équipe d'experts et du Conseil des gouverneurs de banques centrales de l'Union européenne. L'avenir nous dira quel style et quelle politique Mme Lagarde adoptera, mais son élection, sans donner le ton de la future politique menée, écarte tout de même les risques d'une politique plus restrictive qui aurait certainement été suivie par un président de la BCE allemand. La BCE devrait donc conserver une politique similaire à celle suivie par Mario Draghi avec sa nouvelle présidente en novembre. La politique de taux bas devrait donc être maintenue et rassurer les marchés. Une baisse des taux directeurs dans le sillage d'une action de la Fed est probable en septembre et pourrait être suivie par d'autres mesures de soutien à la croissance de la zone euro en cas de besoin. Les marchés immobiliers apprécieront certainement cette situation positive pour l'immobilier et ses rendements particulièrement attrayants en comparaison aux rendements obtenus sur les marchés de capitaux.

Aux Etats-Unis, la normalisation de la politique monétaire a clairement pris fin en décembre avec la dernière hausse des taux directeurs de 0.25% à 2.5%. Le statu quo qui a ensuite prévalu jusqu'en juillet a été modifié par la baisse de taux directeurs annoncée le 31 juillet. Le président de la Réserve fédérale a en effet annoncé un changement de politique monétaire sous la forme d'une baisse de 0.25% des taux directeurs. Cette décision était très largement attendue et a finalement même un peu déçu les marchés de taux qui espéraient une réduction plus forte de -0.5%. Cette baisse devrait pourtant déjà avoir un impact favorable sur les perspectives de croissance économique, mais aussi sur le marché immobilier américain qui bénéficiera à nouveau de meilleures conditions de financement ainsi que d'un facteur d'actualisation des loyers favorable à une revalorisation des prix de l'immobilier. Le second semestre 2019 devrait être encore un peu plus favorable à l'immobilier américain en renforçant aussi l'attractivité du financement hypothécaire.

Allocation tactique encore favorable à la zone euro et à l'Asie

Les indices régionaux reflétant l'évolution de l'immobilier titrisé ont enregistré des performances modestes et très corrélées au cours des trois derniers mois. Les écarts de performance ont en effet été particulièrement faibles entre la plupart de ces indices dont les performances étaient comprises entre +0.1% et +0.7%, à l'exception du marché européen (-4.75%) et du marché britannique (-1.95%). En termes de politique de placement, nous privilégions toujours une exposition supérieure aux marchés européens et asiatiques et sous-pondérons les Etats-Unis dans notre grille d'allocation régionale.

Allocation immobilier international



Attention aux nouveaux sommets après une consolidation de courte durée

L'immobilier titrisé suisse reste particulièrement recherché par les investisseurs en quête d'alternatives aux rendements obligataires déprimés et souvent de plus en plus négatifs. Après dix semaines seulement de consolidation limitée et sans réelle hausse de la volatilité entre le mois d'avril et la mi-juin, les indices des fonds de placement suisses comme les indices des sociétés immobilières suisses ont repris une tendance haussière en fin de trimestre progressant à nouveau de plus de +4% en six semaines pour les fonds et de +11% pour les sociétés immobilières. Après une progression du 2ème trimestre des fonds de placement (+4%) et des sociétés immobilières (+4.5%) impressionnante, ces deux classes d'actifs enregistrent ainsi de nouvelles hausses nettes en juillet et août. La progression des cours affiche des résultats impressionnants de +17.37% et respectivement +28.29% depuis le début de l'année.

Le rendement du dividende des sociétés immobilières reste très élevé

La chute des rendements obligataires de +0.1% à -0.65% a évidemment contribué au regain d'intérêt des investisseurs pour la classe d'actifs. Le différentiel de rendement déjà confortable en faveur de l'immobilier titrisé s'est ainsi très nettement accru justifiant assez facilement le transfert de risque d'un segment à l'autre.

Malgré ces développements réjouissants pour l'investisseur, la hausse des cours n'a pas dramatiquement touché le rendement moyen des fonds immobiliers suisses qui reste toujours très attrayant avec un taux moyen de 2.79%. Les sociétés immobilières tirent encore un peu mieux leur épingle du jeu en enregistrant des plus-values similaires, mais en maintenant un niveau de rendement du dividende élevé à 3.6%.

Attention à la hausse des agios des fonds de placement et des sociétés immobilières suisses

En ce qui concerne les valorisations, l'agio moyen des fonds de placement est en hausse de 26.86% à 29.49% sur la période, il s'approche désormais de plus en plus des agios maximums atteints en 2015 et 2016 (environ 30%) et se situe clairement désormais dans une zone à risque au plus haut de sa bande de fluctuation des 25 dernières années. En ce qui concerne l'agio moyen des sociétés immobilières, la valorisation a progressé en six semaines de 21.41% à 24.71% et se situe désormais très sensiblement en dessus de sa moyenne historique sur 15 ans.

Malgré la hausse des cours et des agios, les niveaux de rendement de ces deux types de placements restent particulièrement attrayants et justifient encore l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs. La hausse des agios est pourtant clairement un facteur de risque à observer de près pour l'analyse des risques inhérents au marché des fonds de placements immobiliers. Il constituera sans doute un frein à court terme à une future progression des cours. Les sociétés immobilières présentent désormais un risque également élevé dans ce contexte, mais elles offrent un rendement supérieur et des agios plus raisonnables en comparaison historique et vis-à-vis des agios moyens des fonds de placement.

La prudence est désormais de mise après quelques semaines exceptionnelles, nous recommandons quelques prises de profits à court terme sur ces segments.

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