

Février 2017

Stratégies immobilières

Stratégies de valeur ajoutée en Europe: «Value investing» appliquée à l'immobilier

Bienvenue dans cette nouvelle édition de «Stratégies immobilières»:

Résumé	1
Approche de «value investing» dans l'immobilier	2
Qu'entend-on par stratégies de valeur ajoutée?	2
Projet de valeur ajoutée: transaction Querstrasse	2
Cycles du marché et effet des «millésimes» de l'approche de valeur ajoutée	3
Sélectivité et rigueur dans l'art d'éviter les mauvaises valeurs	3
Nos thèmes de valeur ajoutée à forte conviction en Europe	4
Comment se positionner sur le marché immobilier au Royaume-Uni suite au Brexit?	4
Allemagne: redressement continu du marché locatif	5
Les retardataires du cycle locatif	6
Comment gérer les risques politiques en Europe?	7
Conclusion	7
Impressum	9
Clause de non-responsabilité	9



Résumé

- Les stratégies de valeur ajoutée visent à générer des rendements supérieurs, ajustés selon le risque, en appliquant des stratégies immobilières actives; il peut s'agir de placements dans des immeubles avec des locaux vacants à louer ou nécessitant des travaux de rénovation ou un repositionnement, ou encore de placements dans des projets d'aménagement ou de réaménagement.
- Nous pensons qu'un gérant de placements immobiliers performant devrait toujours mettre en œuvre avec rigueur une approche de «value investing», semblable à celle de Graham et Dodd utilisée à partir des années 1930 pour les actions et les obligations, mais appliquée spécifiquement à l'immobilier.
- Il est essentiel de privilégier les marchés qui affichent des valorisations intéressantes et un contexte locatif porteur. En outre, il est nécessaire d'identifier des actifs ayant du potentiel et de veiller à la bonne exécution des plans d'exploitation avec les équipes de gestion des actifs et de construction.
- L'environnement actuel nous semble favorable pour la mise en œuvre de certains thèmes, issus de recherches, qui sont axés sur le concept de valeur ajoutée en Europe et que nous avons classés selon des critères de «valorisation» et de «cycle locatif»:
 - Investir dans l'immobilier régional au Royaume-Uni au moyen de stratégies dynamiques de gestion d'actifs. Les marchés régionaux de ce pays affichent des valorisations attrayantes; les risques liés au Brexit sont compensés par une offre limitée de nouveaux projets sur de nombreux sites sélectionnés et par la faiblesse de la livre sterling.
 - En Allemagne, tirer parti du redressement continu du marché locatif et de l'offre limitée en investissant dans des immeubles comportant des locaux vides ou présentant des besoins de repositionnement, ou encore dans des projets d'aménagement.
 - Diversifier davantage le portefeuille au moyen d'immeubles de bureaux aux Pays-Bas et de bâtiments affectés au commerce de détail en Espagne ou en Irlande, ou en effectuant des placements sélectifs en Europe centrale et de l'Est.
 - Éviter Paris, Londres, l'Italie et le Portugal pour le moment, mais surveiller les événements politiques à venir et se tenir prêt à investir pour tirer profit des baisses de prix qui pourraient en découler sur ces marchés.

Approche de «value investing» dans l'immobilier

L'approche de «value investing» (investissement axé sur la valeur) est connue dans le domaine des actions et des obligations. Cette stratégie de placement, proposée par Benjamin Graham et David Dodd dans leur célèbre manuel «Security Analysis» publié en 1934, est également utilisée par de grands investisseurs à succès tels que Warren Buffet. Elle consiste à rechercher des actifs sous-évalués à l'aide d'analyses d'entreprises ou de fondamentaux du marché.

L'identification des actifs sous-valorisés se fonde également sur l'efficacité du marché, c'est-à-dire le fait que le prix d'un actif tient compte de toutes les informations publiques actuelles et passées disponibles. Alors que l'approche de «value investing» a été remise en question sur les marchés d'actifs quasi efficaces, il n'en est va de même pour l'immobilier. L'efficacité limitée de ce marché peut être attribuée à différents facteurs tels que sa transparence limitée, la nature hétérogène de ses actifs ou l'impossibilité pour les investisseurs de se positionner à court terme. En tant que plate-forme de placements immobiliers gérant des actifs acquis ou des fonds de placement lancés depuis 1938, nous sommes convaincus du fait que l'approche de «value investing» peut être appliquée avec systématisme et succès dans le secteur de l'immobilier.

La beauté et la difficulté des placements immobiliers résident dans le fait que chaque transaction est différente. Avant de faire une offre pour un bien, l'investisseur doit se faire une idée précise de sa valeur. Il ne pourra créer de la valeur ajoutée que s'il est à même d'en estimer correctement les coûts et les revenus potentiels futurs. Pour y parvenir, il doit recourir à différentes compétences et sources d'informations, notamment des analyses macro- et microéconomiques, l'identification de transactions intéressantes, l'évaluation des contrats de location et l'expertise en ingénierie du bâtiment.

L'approche de «value investing» appliquée à l'immobilier diffère également de son application pour les actifs financiers en raison de la nécessité de mettre en œuvre les stratégies de gestion d'actifs prévues dans le plan d'exploitation. Pour améliorer les flux de trésorerie, il convient de mener les négociations avec les locataires potentiels de manière judicieuse ou de contrôler les coûts en cas de rénovation, pour ne citer que ces deux exemples. Comme il ne faut pas non plus négliger l'aspect opérationnel dans le domaine de l'immobilier, il est nécessaire de pratiquer une gestion active pour pouvoir réagir à une multitude de facteurs imprévus, que les méthodes appliquées par les produits passifs ne peuvent pas prendre en compte.

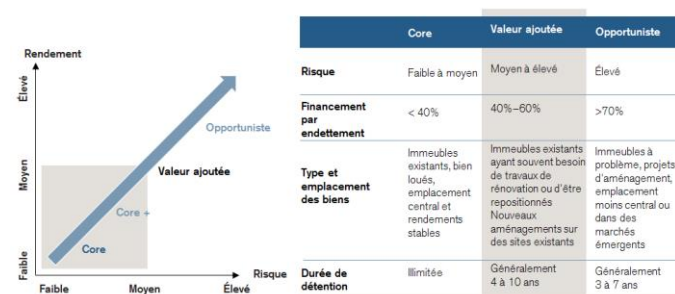
Qu'entend-on par stratégies de valeur ajoutée?

Les stratégies immobilières peuvent être classées en trois grandes catégories: «core», de valeur ajoutée et opportunistes, comme le montre l'illustration 1. Les stratégies «core» sont des stratégies à faible risque, dans lesquelles les rendements sont principalement dérivés de flux de trésorerie relativement prévisibles en raison des contrats de location à long terme.

Les stratégies de valeur ajoutée, étudiées dans le présent document, visent à générer des rendements plus élevés en privilégiant l'appréciation du capital. Le gérant peut dégager de

tels rendements de différentes manières. D'une part, il doit accorder une importance plus grande à la sélection des marchés, se concentrant sur ceux qui affichent des valeurs stables ou en progression, ainsi que des valorisations attractives. D'autre part, il peut recourir à une gestion active, incluant notamment la location de locaux vacants, le repositionnement d'immeubles au moyen de travaux de rénovation ou de réaménagements, ou encore des aménagements sur des emplacements bien situés. La meilleure solution consiste à tenir compte des aspects à la fois macroéconomiques et opérationnels. En outre, l'effet de levier est susceptible de jouer un rôle plus important que dans le cas des stratégies core, puisque l'endettement peut atteindre 60% de la valeur du portefeuille. Les stratégies de valeur ajoutée sont souvent assorties d'une date d'échéance. Le plan d'exploitation doit donc être mis en œuvre sur une période bien déterminée comprise généralement entre quatre et douze ans.

Illustration 1: Stratégies immobilières



Source: Credit Suisse

Projet de valeur ajoutée: transaction Querstrasse

Sur la base d'un exemple tiré de nos fonds de valeur ajoutée, nous souhaitons expliquer comment un projet de valeur ajoutée peut être réalisé. En juillet 2014, un fonds de placement a acheté un immeuble de bureaux situé dans la Querstrasse à Francfort, en Allemagne.

Immeuble de la Querstrasse, Francfort



Source: Credit Suisse

À cette époque, de nombreux investisseurs boudaient le marché des immeubles de bureaux de Francfort en raison de taux de

vacances très élevés et préféraient se tourner vers d'autres grandes villes allemandes telles que Hambourg, Munich et Berlin. Le site et l'immeuble lui-même étant considérés comme peu intéressants par le marché, le taux de vacance s'élevait à 42%. Les baux non échus présentaient des échéances courtes, leur durée moyenne s'établissant à deux ans environ. Le fonds a ainsi pu acheter le bien pour quelque 1900 EUR par mètre carré. Même en cette période de morosité du marché, ce prix était modique. Notre analyse des transactions réalisée sur la base des données de Real Capital Analytics a révélé que ce prix était le plus bas dans un rayon de plus d'un kilomètre entre janvier 2013 et décembre 2014.

Ce type d'environnement convient parfaitement aux stratégies de valeur ajoutée et de «value investing». Ces dernières perçoivent des opportunités dans les situations où certains investisseurs boudent des actifs.

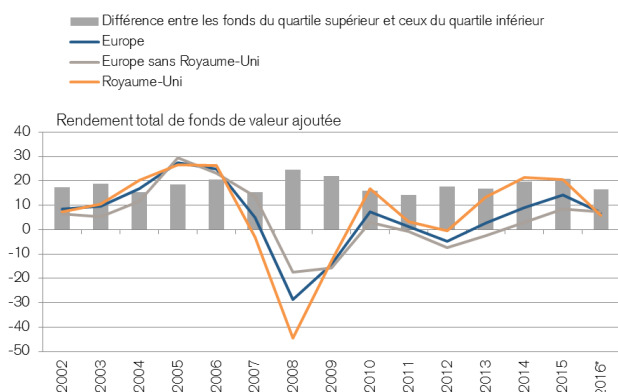
Pour repositionner l'immeuble, le fonds a dû commencer par investir une grosse somme d'argent. La rénovation du bâtiment a coûté 640 EUR/m². Le marché de Francfort a ensuite affiché une reprise avec une baisse générale des taux de vacance. Ainsi, en moins de deux ans, il a été possible de louer l'immeuble presque en totalité, la durée moyenne des nouveaux baux s'établissant à plus de quatre ans. Ayant réalisé le potentiel de l'immeuble plus tôt que prévu, le fonds l'a revendu en juillet 2016 au prix essentiellement plus haut. Grâce au levier financier, le placement a rapporté un TRI de 19,5% par an aux investisseurs.

Cycles du marché et effet des « millésimes » de l'approche de valeur ajoutée

Toutefois, en recourant à une approche de valeur ajoutée, les investisseurs doivent être conscients du fait que leur placement présente un profil de risque plus élevé, car le TRI à deux chiffres qui est visé s'accompagne des risques correspondants.

L'illustration 2 montre les rendements totaux sur la base des rapports communiqués par les fonds immobiliers de valeur ajoutée européens à la base de données INREV. Il met en évidence deux points principaux:

Illustration 2: Rendements de fonds de valeur ajoutée européens depuis 2002



Source: INREV, Credit Suisse; dernières données en: septembre 2016
Les performances historiques et les scénarios de marché financier ne constituent aucune garantie de résultats futurs.

Le premier point est l'importance du cycle de l'immobilier dans les rendements de valeur ajoutée. L'illustration 3 présente le rendement total par an de fonds de valeur ajoutée européens depuis 2002 pour différentes régions. Même si le rendement total peut être un indicateur de performance trompeur pour la valeur ajoutée en raison de sa courbe en J et de l'effet des « millésimes » sur les placements, l'illustration indique clairement l'impact du cycle économique et de la conjoncture sur les rendements des fonds de valeur ajoutée.

Entre 2002 et 2006, les fonds de valeur ajoutée ont enregistré des rendements élevés en raison d'un contexte de marché favorable, caractérisé par une diminution des taux de vacance, une forte croissance des locations et des taux d'intérêt plus faibles. Cette situation a induit une survalorisation importante des actifs immobiliers. Lors de la grande crise financière et de la crise de l'euro, les valeurs immobilières se sont effondrées, chute encore accentuée par un plafonnement des crédits et les difficultés rencontrées par le secteur financier. Il s'en est suivi cinq années de performances généralement décevantes dans ce segment.

À partir de 2013, les rendements des fonds de valeur ajoutée ont commencé à rebondir. Les marchés ont toutefois affiché de grandes différences, non seulement entre les actifs d'Europe continentale et ceux du Royaume-Uni, mais également entre les villes principales et secondaires dans chaque pays. La surperformance du Royaume-Uni a été principalement induite par une forte reprise du secteur immobilier dans le centre de Londres, alors que la progression dans les villes régionales a été limitée. De manière générale, même après deux bonnes années pour les stratégies de valeur ajoutée, l'appréciation des actifs n'a pas été aussi importante que pendant les années fastes d'avant-crise, et nous pensons que le marché recèle encore du potentiel, comme le montrent les opportunités en Europe que nous exposons ci-après.

Sélectivité et rigueur dans l'art d'éviter les mauvaises valeurs

Le deuxième point mis en évidence par l'illustration 2 est la forte différence entre les fonds très performants et moins performants dans l'écart interquartile, c'est-à-dire la différence entre les fonds du quartile supérieur et ceux du quartile inférieur. Au cours des 14 dernières années, l'important écart de rendement entre les fonds les plus performants et les fonds les moins performants s'est maintenu à plus de 15% par an, écart encore amplifié pendant les années à tendance baissière.

À notre avis, ce qui détermine la surperformance des placements sur un cycle complet, c'est la capacité du gérant à identifier les poches de risques en période faste et à les éviter. Ainsi, le point essentiel à la base des placements à valeur ajoutée ne consiste pas à déterminer les investissements à réaliser mais ceux à éviter. Nous pensons que la valeur ajoutée pour les investisseurs repose sur la sélectivité et une grande rigueur. Nous n'investissons généralement que dans 2% à 5% des affaires auxquelles nous nous intéressons. Nous résumons ci-après les points qui nous paraissent nécessaires au succès d'une plate-forme de valeur ajoutée:

- ✓ Posséder une solide plate-forme de recherche capable d'identifier les marchés/thèmes de placement à éviter et les marchés dans lesquels investir
- ✓ Trouver sur ces marchés des actifs sous-évalués par d'autres investisseurs
- ✓ Disposer d'un service de gestion des risques indépendant et performant, qui supervise la gestion des actifs et peut refuser certaines transactions
- ✓ Construire un portefeuille d'actifs répondant aux critères de diversification et prévoir une «marge de sécurité» en cas d'événements imprévus
- ✓ Disposer d'un bon gestionnaire de produit/fonds qui maîtrise parfaitement le processus et est capable de mettre en œuvre les stratégies commerciales prévues avec les équipes de gestion des actifs/construction sur site
- ✓ Lorsque le potentiel d'un actif est atteint, liquider l'actif sans tarder

Nos thèmes de valeur ajoutée à forte conviction en Europe

L'Europe a vécu une décennie riche en événements si l'on considère l'évolution économique, les changements intervenus dans le paysage politique et les retournements sur les marchés immobiliers. Depuis 2014, l'économie et le marché immobilier se redressent, avec des différences notables entre les pays. Les rendements des principaux actifs immobiliers ont toutefois reculé en raison des mesures d'assouplissement quantitatif de la BCE. Pour les gérants de stratégies de valeur ajoutée, cela signifie que les rendements dégagés grâce à la baisse des taux d'intérêt est à présent révolue. Pour obtenir des revenus, il leur faut désormais exploiter l'évolution positive du marché locatif, identifier des biens sous-évalués et mettre en œuvre des stratégies de gestion d'actifs.

Dans l'illustration 3, nous présentons nos recommandations de stratégies de valeur ajoutée pour l'Europe fondées sur deux facteurs.

Illustration 3: Stratégies de valeur ajoutée en Europe

Evaluation	<ul style="list-style-type: none"> ■ Rendements élevés et primes de risque élevées pour les actifs core ■ Écart important pour les actifs non core 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Centres commerciaux et parcs d'activité commerciale régionaux au Royaume-Uni ■ Marchés régionaux de l'immobilier de bureaux au Royaume-Uni 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Parcs d'activité commerciale régionale et logistique en Irlande ■ Marchés régionaux des immeubles de bureaux aux Pays-Bas 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Immobilier résidentiel en Espagne 	
	<ul style="list-style-type: none"> ■ Rendements légèrement moindres mais primes de risque élevées pour les actifs core ■ Écart correct pour les actifs non core 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Emplacements de centres commerciaux excentrés de la région du grand Londres ■ - «Triangle d'or» logistique au Royaume-Uni 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Centres commerciaux/parcs d'activité commerciale et logistique en Espagne ■ Immeubles de bureaux à Amsterdam/Rotterdam 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Marchés des immeubles de bureaux en Allemagne B et C ■ - Immobilier résidentiel aux Pays-Bas 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Parcs d'activité commerciale en Allemagne ■ Logistique en Allemagne
	<ul style="list-style-type: none"> ■ Rendements historiquement faibles mais primes de risque élevées pour les actifs core ■ Écart correct pour les actifs non core 	<ul style="list-style-type: none"> ■ Taux de vacance stables à croissance limitée du marché locatif ■ Taux de vacance toujours élevés mais baisse prévue Croissance positive et en hausse des loyers ■ Taux de vacance déjà en baisse Prévisions de croissance du marché locatif toujours positives ■ Taux de vacance / perspectives d'effets faibles Reprise positive durable du marché locatif 			

Marché locatif

Source: Credit Suisse; dernières données en: janvier 2017

Sur l'axe vertical, nous présentons les marchés selon leur évaluation, laquelle est déterminée par deux facteurs. Nous commençons par évaluer le prix des actifs «core» sur ces

marchés en termes absolus et relatifs par rapport à d'autres actifs tels que des obligations d'État. Puis nous évaluons la manière dont les prix varient entre les transactions «core» et celles de valeur ajoutée sur le marché.

L'axe horizontal présente la position dans le cycle locatif. Nous avons classé les marchés en quatre catégories en se basant sur l'état actuel et le développement attendu des marchés locatifs

Il est certain que, dans le meilleur des mondes, les investisseurs préféreraient investir dans des marchés qui présentent des écarts de rendement importants, de faibles taux de vacance et des perspectives de forte hausse des loyers. Malheureusement, ces aspects étant interconnectés avec des décalages dans le temps, la réalité est tout autre.

Ce qui compte c'est la vision combinée des valorisations et des performances du marché locatif (rappelons que les catégories qui présentent des évaluations élevées ou des situations de marché locatif défavorables ne sont pas prises en compte dans le cas présent étant donné que nous privilégions ici les marchés dont les perspectives sont favorables).

Il convient également de tenir compte du fait que les divers thèmes d'investissement se situent à différents moments du cycle. En associant ces thèmes, les investisseurs peuvent ainsi construire un portefeuille diversifié. La diversification est pour nous synonyme de réduction des risques. Grâce à elle, les facteurs de rendement du portefeuille sont beaucoup plus nombreux que dans le cas de placements concentrés dans une seule niche, exposant les investisseurs à un facteur de rendement unique.

Notre intention n'est pas d'aborder ici toutes les stratégies en détail mais d'en traiter quelques points importants:

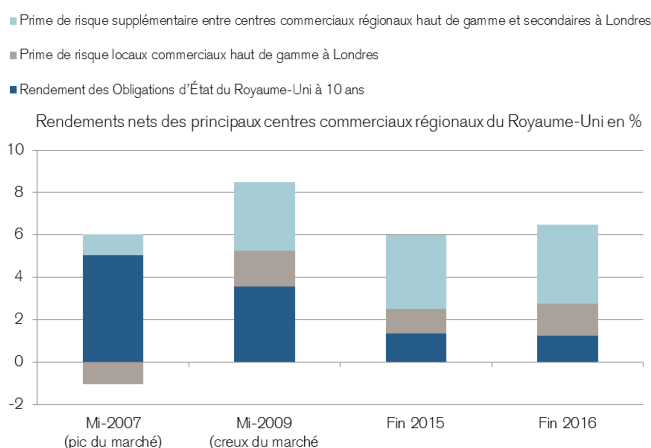
Comment se positionner sur le marché immobilier au Royaume-Uni suite au Brexit?

Au 2^e semestre 2016, le Brexit a préoccupé bon nombre d'investisseurs. L'impact économique le plus notable jusqu'ici a probablement été la forte baisse de la livre sterling face à l'euro et au dollar américain, de 14% et 17% respectivement. Les incertitudes politiques n'ont eu pour l'instant qu'un effet limité sur l'économie réelle. Nous prévoyons une croissance réelle du PIB de 2,1% pour l'année écoulée, et un probable ralentissement à 1,2% pour 2017. Nous pensons que le Royaume-Uni se dirige vers un Brexit plus chaotique que prévu, qui affaiblira l'activité économique à court terme, notamment dans la région de Londres, avec une hausse possible de l'inflation.

À moyen et long termes, nous restons optimistes quant au potentiel du Royaume-Uni en tant que plateforme internationale d'activité économique, notamment dans le secteur des services. Mais nous préférons pour l'instant éviter les placements de valeur ajoutée dans le centre de Londres.

Les statistiques indiquent qu'une grande partie de l'activité des secteurs de la finance, des services et des télécommunications au Royaume-Uni se concentre à Londres, et les inquiétudes des entreprises concernant leur accès au marché unique européen vont faire baisser la demande de locaux dans la capitale. Par ailleurs, de nombreux immeubles de bureaux y ont été construits au cours des derniers dix-huit mois, d'où nos prévisions de hausse des taux de vacance.

Illustration 4: Primes de risque élevées pour l'immobilier régional au Royaume-Uni



Source: Credit Suisse, Cushman and Wakefield; dernières données en: décembre 2016

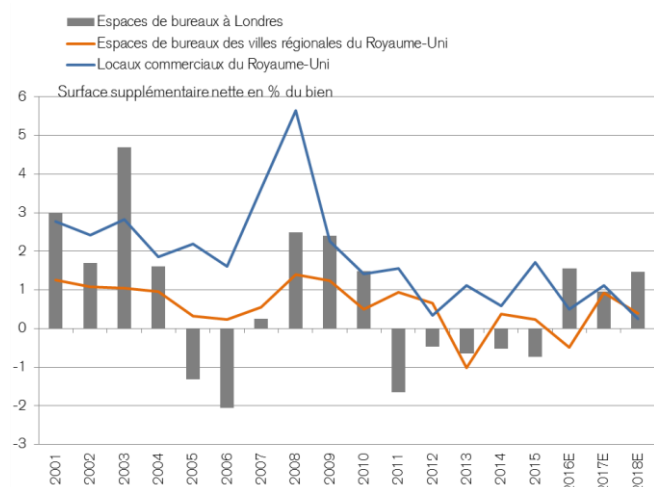
Nous entrevoyons cependant de nombreuses opportunités d'investissements de valeur ajoutée dans les marchés régionaux du Royaume-Uni. L'illustration 4 met en évidence une valorisation attractive de l'immobilier commercial au Royaume-Uni. D'autres facteurs fondés font également ressortir l'intérêt des placements dans des immeubles de bureaux dans les solides marchés immobiliers régionaux que sont par exemple Manchester, Glasgow, Bristol et Leeds.

Comme les investisseurs qui s'engagent aujourd'hui dans l'immobilier régional au Royaume-Uni bénéficieront de primes de risque assez élevées, nous pensons que même les conséquences d'un Brexit «dur» sont d'ores et déjà prises en compte dans les prix. Nous avons décomposé le rendement net sans effet de levier des principaux centres commerciaux secondaires en trois éléments: le taux sans risque représenté par le rendement des obligations d'État à 10 ans, les primes de risque pour les immeubles des quartiers recherchés de Londres et les primes supplémentaires pour l'immobilier secondaire au Royaume-Uni. La comparaison de la situation actuelle avec le pic du marché en 2007 et son creux en 2009 procure des informations intéressantes. En 2007, le marché de Londres et le marché régional du Royaume-Uni étaient tous deux fortement surévalués avec des primes de risque négatives pour les actifs recherchés et un écart de rendement ténu pour les actifs régionaux secondaires. La situation actuelle est très différente, avec un écart de rendement de plus de 500 points de base pour ces derniers. Au cours de l'année écoulée, les taux de capitalisation de l'immobilier régional au Royaume-Uni ont gagné entre 25 points de base, avec un resserrement des financements pour ces actifs. Il faut relever que l'écart entre les actifs «core» et «non core» était plus important en 2016 qu'au cœur de la crise financière.

Certains investisseurs sont préoccupés par la manière dont la demande va évoluer sur les marchés régionaux en cas de ralentissement économique, mais nous pensons que leurs craintes sont excessives. D'une part, la demande sur les marchés régionaux est déterminée par un nombre plus important d'acteurs locaux, tandis que les multinationales susceptibles de quitter le Royaume-Uni privilégient plutôt la région de Londres. Nous

prévoyons ainsi un scénario plus clément pour les régions secondaires, même si certains risques de baisse se concrétisent.

Illustration 5: Offre limitée de nouveaux projets dans l'immobilier régional au Royaume-Uni



Source: Credit Suisse, PMA; dernières données en: décembre 2016

D'autre part, les perspectives de nouveaux projets sont faibles sur le marché régional, comme l'indique l'illustration 5. Nous pensons par conséquent que l'immobilier régional au Royaume-Uni offre un contexte favorable aux stratégies de valeur ajoutée. La faiblesse historique de la livre sterling augmente l'attrait des investissements dans ce pays.

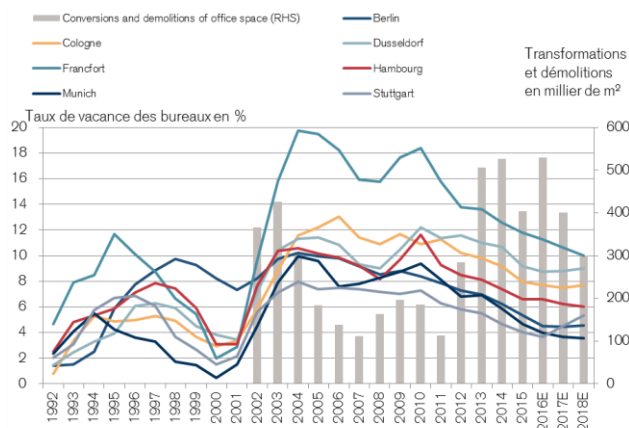
Allemagne: redressement continu du marché locatif

La situation du marché allemand est différente de celle du marché immobilier régional au Royaume-Uni. En Allemagne, un intérêt marqué pour les biens de premier plan a induit une réduction des rendements, avec des primes de risque de plus de 300 points de base et une légère sous-évaluation persistante des biens immobiliers par rapport aux obligations. La hausse des prix de l'immobilier sur ce marché exige néanmoins un ajustement de la stratégie de valeur ajoutée en comparaison des placements des millésimes précédents.

S'ils souhaitent dégager du rendement, les adeptes des stratégies de valeur ajoutée en Allemagne devraient se fier à notre analyse selon laquelle le marché locatif et les stratégies de développement devraient gagner en dynamisme. En effet, nous constatons un fort recul des taux de vacance et une activité de construction encore faible.

Comme l'indique l'illustration 6, non seulement les taux de vacance ont chuté ces dernières années, mais un nombre important d'espaces affectés à des bureaux a été retiré du marché au profit de projets de réaménagement résidentiel. Nous sommes également surpris par le nombre limité de constructions d'immeubles de bureaux malgré la baisse des taux de vacance. Tous ces facteurs constituent à notre avis des opportunités de positionnement.

Illustration 6: Taux de vacance des immeubles de bureaux inférieurs en Allemagne



Source: Credit Suisse, PMA
Dernières données en: janvier 2017

Nous pensons que les investisseurs peuvent s'exposer à des actifs présentant des taux de vacance assez élevés. Avec des travaux de rénovation ou de réaménagement, ces immeubles peuvent être ainsi repositionnés dans la catégorie des biens de premier plan. Dans ce contexte de marché, nous pourrions également envisager d'investir dans des projets d'aménagement de bureaux, de locaux à usage mixte ou de logements en propriété sur des sites de grande et de petite taille. Les effets de levier peuvent par ailleurs jouer un rôle plus important en Allemagne que dans d'autres pays en raison d'une meilleure disponibilité de fonds de tiers à des conditions plus avantageuses.

Les retardataires du cycle locatif

En dehors de l'Allemagne et du Royaume-Uni, qui sont les deux pays les plus importants sur le plan de l'économie et de l'immobilier en Europe, nous recommandons d'ajouter au portefeuille d'autres thèmes de placement de valeur ajoutée concernant cette région. En effet, la conjoncture générale devrait rester favorable en Europe, une reprise durable étant attendue sur les marchés du travail. L'inflation a montré quelques signes de hausse mais il est peu probable que la BCE relève les taux d'intérêt avant la fin 2018; nous pensons par conséquent que la politique monétaire continuera de soutenir l'immobilier. Les opportunités suivantes nous paraissent intéressantes:

- **Rebond du marché des immeubles de bureaux aux Pays-Bas:**

Le marché néerlandais a sous-performé les principaux marchés européens ces cinq dernières années en raison d'une faible croissance économique et d'une offre excédentaire. La plupart des villes du pays sont toujours confrontées à des taux de vacance élevés et les loyers réels ont diminué ces dernières années, même si le niveau des baux des immeubles de bureaux bien situés a commencé à remonter à Amsterdam. Les rendements nets de l'immobilier restent néanmoins plus élevés aux Pays-Bas que dans d'autres grands pays européens. En conséquence, l'activité de construction y est historiquement faible. Nous pensons en outre que l'économie et le marché du travail vont encore

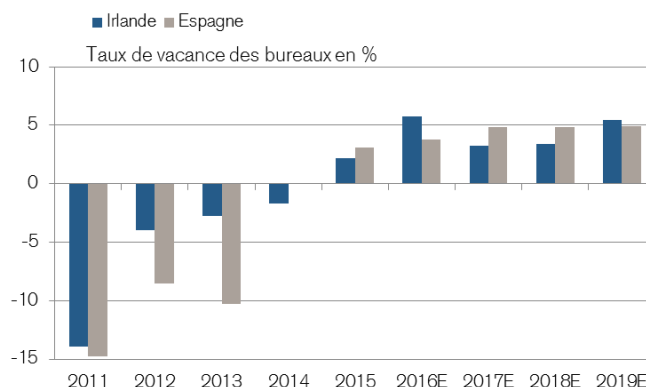
s'améliorer et nous anticipons une solide croissance économique de 1,5% à 2,0% pour les deux à trois prochaines années aux Pays-Bas. Cela devrait également favoriser une reprise du secteur des immeubles de bureaux dans les années à venir. Les adeptes des stratégies de valeur ajoutée peuvent donc y mettre en œuvre des approches de gestion active et acheter des immeubles présentant un certain taux de vacance à des niveaux de valorisation attrayants.

- **Centres commerciaux et parcs d'activité commerciale en Espagne et en Irlande:**

En Espagne et en Irlande, les marchés immobiliers ont connu un cycle caractérisé par des progressions et des ralentissements marqués, avec une forte correction durant la grande crise financière et la crise en Europe. Les marchés des immeubles de bureaux et de commerces haut de gamme à Madrid, Barcelone et Dublin ont toutefois rebondi de manière spectaculaire, surperformant globalement toutes les autres grandes villes européennes ces deux dernières années en raison d'une forte hausse des loyers et de la baisse des taux.

S'agissant des centres commerciaux situés hors des grandes villes, les taux sont restés supérieurs, et les marchés locatifs amorcent une reprise. Nous prévoyons de solides rendements pour le segment des centres commerciaux et des parcs d'activité commerciale d'Espagne et d'Irlande dans les années à venir, portés par une croissance positive des locations (cf. illustration 7); par conséquent, nous recommandons d'investir dans les centres commerciaux régionaux de ces deux pays. Les compétences en matière de gestion des actifs restent toutefois essentielles, et les investisseurs doivent s'engager dans des sites de grande et de petite taille de qualité et des centres commerciaux présentant une mixité de locataires capables de résister aux pressions qu'exerce le commerce en ligne.

Illustration 7: Reprise prévue des loyers des centres commerciaux en Irlande et en Espagne



Source: Credit Suisse, PMA;
dernières données en: décembre 2016

- **Bureaux d'Europe centrale et de l'Est (ECE) et immeubles logistiques:**

De nombreux investisseurs ont évité de s'exposer à l'ECE suite aux pertes cuisantes qu'ils y ont essuyées avec des titres qui ont non seulement été affectés par des baisses de valeur mais qui ont également

souvent pâti d'une mauvaise gouvernance d'entreprise. Affichant une meilleure croissance économique, une offre réduite de projets et des rendements encore élevés, l'ECE peut néanmoins être porteuse pour des stratégies de valeur ajoutée. De nombreuses entreprises d'Europe occidentale délocalisent encore beaucoup de main d'œuvre dans cette région; les investisseurs peuvent ainsi non seulement acheter des biens immobiliers à des prix nettement inférieurs pour des rendements plus élevés, mais également s'exposer aux mêmes locataires de bonne notoriété qu'en Europe occidentale s'ils le souhaitent. Nous privilégions pour notre part des pays solides tels que la Pologne, la République tchèque et la Slovaquie afin de limiter les risques à la baisse.

Comment gérer les risques politiques en Europe?

Comme nous l'expliquons dans la section «value investing», les rendements ajustés selon le risque ne dépendent pas seulement de ce qu'il convient d'acheter mais aussi de ce qu'il convient d'éviter. Ce principe s'applique également à la situation actuelle en Europe, où une approche à la fois ciblée et diversifiée est nécessaire.

Nous recommandons actuellement d'éviter les thèmes de valeur ajoutée à Paris, à Londres, en Italie et au Portugal, en raison d'une conjonction de plusieurs facteurs: compression des prix, prise de risques plus importante avec les stratégies de valeur ajoutée et risques politiques élevés. Ainsi, même si les placements de type «core» à Londres et à Paris peuvent rester intéressants, nous préférons les éviter dans le cadre de nos opérations de valeur ajoutée.

Jusqu'ici, les risques politiques ont eu un impact limité sur l'économie et les marchés financiers. Mais il ne faut pas les négliger, comme les événements l'ont démontré sur le marché de l'immobilier résidentiel en Espagne entre 2010 et 2013 ou dans certains marchés émergents. Parallèlement, ces risques politiques revêtent également des opportunités qu'il est possible d'exploiter s'ils ont des répercussions sur les valeurs immobilières.

Les thèmes suivants peuvent tirer profit d'une baisse liée aux risques politiques:

- **Londres et une forme plus dure de Brexit:** Jusqu'à présent, les prix des transactions portant sur des immeubles de bureaux à Londres n'ont reculé que d'environ 5% depuis le vote du Brexit en juin 2016, avec une hausse des rendements de 25 pb. Les investisseurs chinois se sont révélés particulièrement friands de biens immobiliers londoniens, alors que les acteurs européens sont restés plus prudents. Nous pensons que les valorisations à Londres ne tiennent pas encore compte d'un éventuel durcissement du Brexit. Au vu des grandes incertitudes concernant la manière dont ce dernier va affecter ce marché, les prix restent rationnels et le marché locatif n'affiche pas de baisse des loyers à la signature des baux. Cependant, si le «Brexit propre» prôné par le Premier ministre britannique, Theresa May, se concrétise, les prix pourraient reculer d'avantage, mais cette tendance ne devrait pas se prolonger dans le temps.

Si les prix devaient à nouveau baisser dans la capitale britannique au cours des deux prochaines années, nous nous positionnerions en tant qu'acheteur de biens car nous sommes convaincus par le potentiel de la ville à long terme.

- **Italie et Portugal, remake de la crise de l'euro:** Les rendements immobiliers nous paraissent actuellement trop faibles dans ces pays étant donné l'augmentation des risques politiques, la faiblesse des bilans dans le secteur financier et la morosité de la croissance économique. En cas de remake du scénario baissier de la crise de l'euro, nous pensons que ces deux pays seraient de nouveau les plus exposés (l'Espagne ayant opéré de nombreuses réformes, cette dernière nous semble aujourd'hui mieux armée). La crise de l'euro en 2011/2012 a en effet montré qu'il existait une corrélation entre les projets immobiliers de valeur ajoutée en Europe du Sud et les risques souverains. En cas de correction, des «ventes forcées» pourraient cependant offrir des possibilités de positionnement. Dans ce type de situation, il est important d'être capable de réaliser des opérations non conventionnelles, n'impliquant pas uniquement des biens ou des actions. En effet, les investisseurs peuvent se positionner grâce à des placements dans les crédits en souffrance ou la dette mezzanine à des niveaux de valorisation très bas.
- **Immobilier commercial à Paris et élections en France:** Les rendements nets de l'immobilier de bureaux et commercial parisien ont nettement chuté ces dernières années et ne se situent qu'à un peu plus de 3%. Même si nous ne sommes pas particulièrement pessimistes concernant les immeubles de bureaux à Paris, nous ne tenons pas à prendre des risques accrus en termes de taux de vacance ou d'aménagement au vu des problèmes sociaux et économiques structurels que rencontre la France, sans oublier les élections à venir. Nous adoptons donc une attitude attentiste dans le segment de l'immobilier commercial dans l'hexagone et réviserons notre position si les élections du printemps 2017 ont des répercussions négatives sur les prix ou si le nouveau président adopte une approche plus réformiste.
- **Résilience des thèmes choisis face à la résurgence de risques de crise de l'euro:** Même si la résurgence de la crise de l'euro ne nous semble pas être un scénario probable, nous pensons que le panier de thèmes que nous avons choisis résistera face à ce risque car il privilégie les pays les plus solides. Les économies britannique et allemande sont les plus importantes et les plus résistantes d'Europe. La livre sterling est déjà faible et pourrait servir de couverture en cas de dépréciation de l'euro. L'immobilier allemand peut également être perçu comme une valeur sûre si une nouvelle «crise de l'euro» pointait à l'horizon.

Conclusion

En Europe, le contexte actuel reste selon nous favorable pour les thèmes de valeur ajoutée dans le cas des investisseurs qui appliquent avec systématisme une approche de «value investing» basée sur des analyses solides. La croissance économique devrait se poursuivre, les risques de déflation ont diminué, et les taux

d'intérêt dans la zone euro et au Royaume-Uni ne peuvent que remonter progressivement. Même si les prix des biens haut de gamme ont augmenté, les écarts entre les stratégies « core » et de valeur ajoutée sont restés élevés dans différents segments et régions. La croissance économique devrait ralentir quelque peu au Royaume-Uni, mais les écarts entre les projets « core » à Londres et les projets de valeur ajoutée dans les villes régionales n'ont pas beaucoup diminué depuis la crise financière de 2009, ce qui rend les valorisations attractives en plus de la baisse historique de la livre sterling.

L'avantage d'une approche paneuropéenne réside également dans le fait que les régions et les segments se situent à des points différents aussi bien en termes de valorisation que dans le cycle locatif. Ainsi, un gérant de fonds de valeur ajoutée peut construire des portefeuilles qui sont influencés par divers facteurs et réduire les risques en diversifiant les placements, tout en visant les rendements élevés qui sont exigés.

Les risques politiques en Europe doivent également être pris en compte dans la manière de répartir les capitaux entre les différents thèmes de valeur ajoutée, comme nous l'avons proposé au paragraphe précédent; gardez toutefois à l'esprit qu'un monde sans risque ne se prête pas à la mise en œuvre d'une approche axée sur la valeur.

Impressum

Copyright

La présente publication peut être citée sous réserve d'en indiquer la source. Copyright © 2017 Credit Suisse AG et/ou ses sociétés affiliées. Les photos de la page de garde appartiennent à l'un des fonds internationaux gérés par le Credit Suisse. Tous droits réservés.

Date de publication
Février 2017

Éditeur:
Ulrich Braun
Responsable Strategies and Advisory
Real Estate Investment Management
E-mail: ulrich.braun@credit-suisse.com

Auteurs:

Zoltan Szelyes, CAIA, CFA
Responsable Global Real Estate Strategy
Real Estate Investment Management
E-mail: zoltan.szelyes@credit-suisse.com

Brice Hoffer
Analyste immobilier
Real Estate Investment Management
E-mail: brice.hoffer@credit-suisse.com

Clause de non-responsabilité

Les informations fournies constituent un support marketing. Elles ne doivent pas être interprétées comme un conseil financier ou autre fondé sur la situation personnelle du destinataire ni comme le résultat d'une analyse indépendante et objective. Les informations fournies dans le présent document ne sont pas juridiquement contraignantes et ne constituent ni une offre ni une incitation visant à la conclusion de quelque transaction financière que ce soit.

Les informations fournies dans le présent document ont été élaborées par Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales (ci-après CS) avec le plus grand soin et en toute bonne foi.

Les informations et les opinions exprimées dans le présent document reflètent celles du Credit Suisse au moment de la rédaction et sont sujettes à modification à tout moment sans préavis. Elles proviennent de sources considérées comme fiables.

Le CS ne fournit aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité de ces informations et décline toute responsabilité pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ces informations. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Les informations fournies dans le présent document sont réservées au seul usage de son destinataire.

Il est interdit d'envoyer, d'introduire ou de distribuer ces informations ou une copie de celles-ci aux Etats-Unis ou de les remettre à une personne US (au sens de la Regulation S de l'US Securities Act de 1933, dans sa version amendée).

La reproduction intégrale ou partielle du présent document sans l'accord écrit du CS est interdite.

Les principaux risques associés aux placements immobiliers incluent la liquidité limitée du marché immobilier, l'évolution des taux d'intérêt hypothécaires, l'évaluation subjective des immeubles, les risques intrinsèques liés à la construction d'immeubles et les risques environnementaux (p. ex. terrains contaminés).

Les placements dans les marchés émergents impliquent généralement des risques élevés tels que les risques politiques, les risques économiques, les risques de crédit, les risques de change, les risques d'illiquidité, les risques juridiques, les risques de règlement et les risques de marché. Les marchés émergents sont situés dans des pays qui répondent à une ou plusieurs des caractéristiques suivantes: une certaine instabilité politique, une relative imprévisibilité des marchés financiers et de la croissance économique, un marché financier encore en phase de développement ou une économie faible.

Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales. Tous droits réservés.