

# La ruée des pays du Golfe sur le marché primaire

**OBLIGATIONS.** La diminution des revenus pétroliers depuis 2014 force certains gouvernements à se tourner vers les marchés financiers plutôt que de dilapider leurs réserves de change.

GIANNI PUGLIESE\*

Pour son arrivée sur le marché des capitaux, l'Arabie Saoudite devra peut-être offrir des conditions plus généreuses que prévues pour attirer des investisseurs internationaux déjà sollicités par d'autres Etats du Golfe. Le Royaume est en queue de peloton puisqu'avec les 9 milliards de dollars levés par le Qatar cette semaine, la dette totale déjà émise par la région Moyen Orient & Afrique du Nord est supérieure à 29 milliards (Bloomberg). Pour digérer toutes ces obligations et en absorber d'autres, le marché pourrait décider de revoir

ses exigences de prime de rendement à la hausse. D'autant plus que la diminution des revenus pétroliers depuis 2014 force certains gouvernements à se tourner vers les marchés financiers plutôt que de dilapider leurs réserves de change. Le Qatar, par exemple, mène des travaux d'infrastructures en vue d'accueillir le Mondial de football en 2022 avec des coûts évalués à 200 milliards. Le déficit budgétaire est estimé à 5.2% du PIB cette année. L'Emirat a emprunté en 3 tranches: 3.5 milliards à 5 ans avec une prime de 120 bps au-dessus du Trésor US, 3.5 milliards à 10 ans avec une prime de 150 bps et 2 milliards à 30 ans avec une prime de

210 bps. Les 3 emprunts avaient été précédés par une vague de nouvelles émissions provenant d'autres émetteurs de la région du Golfe et totalisant environ 3 milliards: Noor Bank, DP World, Emirates Islamic Bank et Etihad Airways. La «jumbo» transaction du Qatar, dans des conditions macro difficiles, est encourageante pour les émetteurs de la région qui sont dans le pipeline, notamment l'Arabie Saoudite. Elle va clairement devoir attirer les investisseurs, leur offrir une prime de rendement au-dessus du Qatar pour compenser un déficit budgétaire 2016 estimé à 14% contre 5.2% pour le Qatar. Combien? Cela dépendra aussi de la taille de

l'emprunt mais il est question de 20 à 25 bps pour que l'emprunt soit un succès. Sur le primaire, cette semaine aura connu une forte activité, en prévision d'une semaine prochaine raccourcie aux USA et au UK. En GBP justement, soulignons une émission de Ford à 6 ans pour un coupon de 2.727%. Du côté de l'EUR, le flux de nouvelles émissions s'est quelque peu assagi mais nous pouvons mentionner 3M, la Province de Manitoba, JCDecaux ou encore la Banque de Développement Chinoise.

\* Mirabaud & Cie

## PÉTROLE: cours en légère baisse

A l'issue d'une semaine qui les a vus dépasser 50 dollars le baril pour la première fois de l'année, les cours pétroliers ont légèrement baissé vendredi, lestés par un renforcement du dollar, dans un contexte prudent avant un week-end prolongé aux Etats-Unis. Le cours du baril de référence (WTI) pour livraison en juillet a perdu 15 cents à 49,33 dollars sur le New York Mercantile Exchange (Nymex). A Londres, le baril de Brent de la mer du Nord, référence européenne du brut, pour livraison en juillet a vu son cours reculé de 27 cents à 49,32 dollars sur l'Intercontinental Exchange (ICE). «Le week-end va être prolongé d'un jour férié aux Etats-Unis et beaucoup d'investisseurs étaient déjà partis», a avancé Carl Larry, de Frost & Sullivan. «Le plus important, c'est que l'on ne s'est pas beaucoup éloigné du seuil des 50 dollars. Les cours se sont repliés mais ne se sont pas effondrés. C'est un bon signe.» Les cours avaient brièvement dépassé ce seuil, mercredi soir pour le Brent européen et le lendemain pour le WTI, pour la première fois depuis l'automne, avant de commencer à se replier jeudi en fin de séance. «Avec un jour férié», lundi aux Etats-Unis, «le discours de Janet Yellen et la perspective du sommet de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (Opep), je pense que personne ne veut prendre trop de risques», a estimé M. Larry.

# La rentabilité remise en cause

**IMMOBILIER.** Les facteurs qui déterminent le cycle sont aujourd'hui les faibles taux d'intérêt et la politique monétaire.

ERNST SCHAUFELBERGER\*

Sur le plan opérationnel, le secteur de la construction et de l'immobilier est confronté à de nouveaux défis. Au cours des dernières années, nous avons connu une très forte activité de construction. Mais la demande en nouvelles surfaces faiblit. Le marché des surfaces commerciales et de bureaux connaît un processus de restructuration; le secteur financier demande moins de bureaux. De même, le

secteur du logement, que de nombreux investisseurs considèrent particulièrement solide, n'est pas épargné par les changements. Dans le segment de prix supérieur en particulier, mais également pour les emplacements en dehors des centres urbains, la commercialisation de nouvelles surfaces devient de plus en plus délicate. Le risque d'avoir des surfaces vacantes augmente.

• **Actuellement, les taux d'intérêt déterminent le cycle.** Mais à l'heure actuelle, ce ne sont pas tant l'économie réelle et la demande de surfaces qui déterminent le cycle immobilier: les facteurs prépondérants sont aujourd'hui les taux d'intérêt historiquement bas et la politique monétaire. En dépit de l'affaiblissement de la demande, les prix de l'immobilier continuent d'augmenter comme objet de placement. Les taux bas exercent leurs effets sur le secteur immobilier par le biais de deux facteurs: en l'absence d'alternatives d'investissement, les biens immobiliers gagnent davantage la faveur de nombreux investisseurs. Les biens fonciers sont traditionnellement considérés comme extrêmement stables et promettent de bons rendements prévisibles. En particulier pour une assurance ou une caisse de pension, l'immobilier occupe donc une place importante dans l'allocation d'actifs afin de couvrir les engagements à plus long terme. Une grande partie des investisseurs institutionnels - assurances, caisses de pension, fonds - se concentrent actuellement sur l'immobilier. L'augmentation de la demande entraîne une hausse des prix.

Le deuxième facteur réside dans la tendance à la baisse des taux d'actualisation. Dans une estimation qui s'oriente sur le rendement ou sur l'actualisation des flux de trésorerie, les taux d'intérêt jouent un rôle central. Tant les immeubles qui arrivent sur le marché que ceux existants au sein des portefeuilles des investisseurs connaissent une revalorisation en raison de la baisse des taux d'actualisation. Depuis l'introduction des taux d'intérêt négatifs par la Banque nationale suisse (BNS) en janvier 2015, cette tendance des prix s'est encore accentuée, tout particulièrement dans le secteur de l'immobilier résidentiel. De même

que les fonds immobiliers cotés en bourse bénéficient d'une prime d'émission de 30% et plus, les investissements directs affichent de manière similaire des niveaux de prix exceptionnellement élevés. Des prix élevés impliquent que les rendements nets initiaux des immeubles les mieux situés ont tendance à diminuer.

• **Des prix durables?** Qu'est-ce que cela signifie pour les acquéreurs

comme au centre de Zurich, les loyers des bureaux sont sous pression. De même, il est tout à fait possible que la rentabilité de différents secteurs du marché immobilier ne soit plus aussi favorable dans les prochaines années que par le passé.

Est-il judicieux, dans ce contexte, de continuer d'investir dans l'immobilier voire d'acquiescer de nouveaux projets ou immeubles de placement? Chaque investisseur



CERTAINS INVESTISSEURS MISENT SUR UN SCÉNARIO DE PERSISTANCE DES TAUX D'INTÉRÊT TRÈS BAS ET ESTIMENT QUE LES ÉVALUATIONS DES BIENS IMMOBILIERS POURRAIENT CONTINUER D'AUGMENTER.

de biens immobiliers? Celui qui veut faire des acquisitions dans l'environnement actuel doit payer un prix élevé. De nombreux investisseurs se demandent si ces placements pourraient affaiblir leur portefeuille. Grâce au niveau élevé des prix, qui-que détient des biens fonciers dans son portefeuille peut tenter dans un tel environnement de réaliser des bénéfices. Celui qui suit avec attention le marché des transactions immobilières pourra effectivement constater une telle tendance: bon nombre d'investisseurs mettent sur le marché des immeubles plus anciens. Au vu de cette situation exceptionnelle se pose naturellement la question de la correction des prix. Le niveau actuel des prix va-t-il se maintenir? Il est difficile de donner une réponse claire à cette question, parce que personne ne peut prédire de façon fiable la valeur «juste» d'un bien immobilier.

Certains investisseurs misent sur un scénario de persistance des taux d'intérêt très bas et estiment que les évaluations des biens immobiliers pourraient continuer d'augmenter. Par ailleurs, il existe aujourd'hui des risques de correction des prix pour deux raisons concrètes: tout d'abord, l'augmentation des taux d'intérêt pèserait sur les valorisations. Si par exemple les taux d'actualisation venaient à passer de 3 à 4%, les biens fonciers perdraient donc à nouveau de leur valeur. A cela s'ajoute que les revenus locatifs, également importants à l'heure d'effectuer une évaluation, sont actuellement élevés. Même pour les immeubles les mieux situés,

doit se forger ses propres idées à ce sujet pour savoir dans quelle mesure il peut assumer certaines fluctuations de valeur. Les choses peuvent bien sûr être très différentes si l'investissement est de surcroît financé par des tiers ou non. Si à l'avenir les taux remontent et/ou les revenus locatifs baissent, des corrections pourraient se produire. Cela vaut aussi bien pour les propriétés détenues directement dans le portefeuille que pour les placements indirects par exemple détenus par le biais de fonds. Celui qui a investi indirectement dans des titres devra ajuster les évaluations de ses comptes en suivant point par point les derniers cours boursiers. Les investissements directs sont nettement moins volatiles. Certaines réserves sont également partiellement prises en compte, dans la mesure où l'on n'a pas répercuté directement chaque baisse des taux sur les taux d'actualisation.

En fin de compte, cela dépend donc essentiellement de la stratégie et de la durée de détention recherchée selon la perspective de l'investisseur. Il est important d'analyser de manière approfondie les opportunités et les risques. Les biens immobiliers continueront d'être prisés dans les allocations d'actifs, car l'écart par rapport au rendement des obligations de la Confédération n'avait encore jamais été aussi prononcé qu'aujourd'hui. Il est actuellement de même judicieux de bien diversifier les investissements immobiliers par zone et par secteur.

\* Head Real Assets, Axia Investment Managers Suisse

## L'Agefi Partenaire

09.-18.09.2016

Orchestre, Musique de Chambre & Académie avec le Scharoun Ensemble de la Philharmonie de Berlin  
Ton Koopman, Noah Bendix-Balgley, Martin Helmchen, Jean-Guihen Queyras  
[www.zermattfestival.com](http://www.zermattfestival.com)

## ZERMATT MUSIC FESTIVAL & ACADEMY

Vendredi 09.09.2016

19h30 / Concert / St-Mauritius Pfarrkirche  
CHF 70.- / 40.-

Scharoun Ensemble Berlin

Zermatt Festival Orchestra

Ton Koopman direction

Jean-Guihen Queyras violoncelle

Wolfgang Amadeus Mozart

Sérénade en mi bémol majeur KV 375

Carl Philipp Emanuel Bach

Concerto pour violoncelle en la majeur, Wq. 172 (H.439)

Carl Philipp Emanuel Bach

Sinfonia en la majeur, Wq. 182 (H. 658)

Joseph Haydn

Symphonie n° 99 en mi bémol majeur Hob.I:99

Samedi 10.09.2016

19h30 / Concert / St-Mauritius Pfarrkirche  
CHF 80.- / 50.-

Zermatt Festival Orchestra

Oberwalliser Vokalensemble - Hansruedi Kämpfen,

chef de chœur

Yetzabel Arias Fernandez soprano

Bogna Bartosz mezzo-soprano

Jörg Dürmüller ténor

Stephan Genz basse

Ton Koopman direction

Wolfgang Amadeus Mozart

Messe en do majeur KV 317 dite du «Couronnement»

Wolfgang Amadeus Mozart Requiem en ré mineur KV 626

Vendredi 16.09.2016

19h30 / Concert / St-Mauritius Pfarrkirche  
CHF 70.- / 40.-

Scharoun Ensemble Berlin

Zermatt Festival Orchestra

Noah Bendix-Balgley violon

Wolfgang Amadeus Mozart Sérénade en do mineur KV 388

Wolfgang Amadeus Mozart

Concerto pour violon n°4 en ré majeur KV 218

Ludwig van Beethoven Symphonie n°2 en ré majeur op. 36

Samedi 17.09.2016

19h30 / Concert / St-Mauritius Pfarrkirche  
CHF 70.- / 40.-

Scharoun Ensemble Berlin

Zermatt Festival Orchestra

Noah Bendix-Balgley violon

Jean-Guihen Queyras violoncelle

Martin Helmchen piano

Felix Mendelssohn Bartholdy

Octuor en mi bémol majeur op. 20

Wolfgang Amadeus Mozart

Concerto pour piano n°18 en si bémol majeur KV 456

Johannes Brahms

Double concerto pour violon et violoncelle

en la mineur op. 102

Programme complet sur: [www.zermattfestival.com](http://www.zermattfestival.com)

Billetterie: [www.zermattfestival.com](http://www.zermattfestival.com) (print@home),

sur place à l'Office du tourisme de Zermatt ou par téléphone au +41 27 967 30 88.

Places de 15.- à 80.-, Pass week-ends et offres combinables avec nos hôtels partenaires.