

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



PERSPECTIVES ET STRATÉGIES | IMMOBILIER

L'immobilier offre l'une des meilleures résistances à l'inflation. L'Europe pourrait profiter de meilleures conditions de financement. La hausse des taux hypothécaires à 5% pénalisera le marché US.

Points clés



- L'immobilier offre l'une des meilleures résistances à l'inflation
- L'Europe pourrait profiter de meilleures conditions de financement
- La hausse des taux hypothécaires à 5% pénalisera le marché US
- Les taux européens ne menacent pas l'immobilier
- Décélération des prix de l'immobilier en 2022 au Royaume-Uni
- Stratégie de placement favorable à la zone euro

L'immobilier offre l'une des meilleures résistances à l'inflation

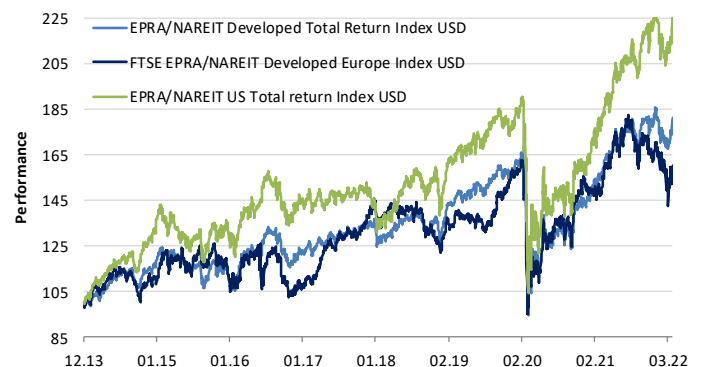
L'année 2021 avait vu les placements immobiliers retrouver les faveurs des investisseurs en quête d'alternatives aux rendements extrêmement bas des obligations et aux performances déjà impressionnantes des marchés actions. L'immobilier titrisé pouvait ainsi profiter d'une phase de revalorisation méritée que nous avons annoncée en début d'année en profitant d'une hausse globale de +22.01%.

Les indices globaux avaient enfin pu effacer les pertes de valeurs brutales enregistrées en 2020 provoquées par les fortes incertitudes liées à la crise sanitaire. L'immobilier américain contribuait largement à cette revalorisation globale grâce à sa progression historique de +42.83%. Au Royaume-Uni, la situation était similaire, les performances des placements immobiliers cotés (+28.92%) surpassaient sensiblement celle de l'Europe (+4.42%).

L'année 2022 est déjà marquée par un retour rapide au premier plan de l'inflation qui a permis aux indices immobiliers de démontrer leur résistance à cet environnement défavorable aux obligations et actions en surperformant à la baisse malheureusement ces actifs. L'immobilier est en effet l'une des meilleures classes d'actifs, après les matières

premières à détenir en portefeuille en phase de remontée de l'inflation. Sa résistance est historiquement démontrée et en fait donc un actif de diversification particulièrement intéressant dans le contexte actuel.

Indices EPRA Nareit - USA, Europe, Monde (en USD)



Sources: BBGI Group SA

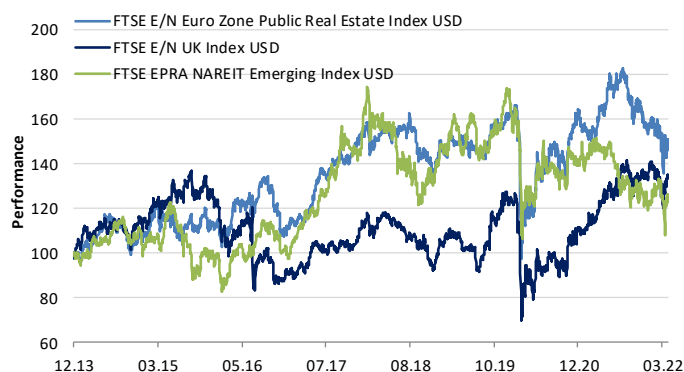
L'Europe pourrait profiter de meilleures conditions de financement

L'immobilier titrisé aux Etats-Unis a largement profité des politiques monétaires ultra accommodantes et de la nette reprise conjoncturelle plus performante que dans de nombreuses autres régions jusqu'en 2022. Le changement de politique de la Réserve fédérale désormais nettement plus engagé à lutter contre l'inflation aura des effets plus importants qu'escompté sur le marché immobilier américain. Le processus de hausse de taux directeurs enclenché en mars sera suivi de plusieurs autres hausses. Mais c'est la progression de la « yield curve » qui pourrait bien se transmettre plus rapidement aux taux hypothécaires.

Nous estimons qu'au niveaux actuels, les investisseurs internationaux auront plutôt tendance à repositionner leurs portefeuilles immobiliers sur les marchés n'ayant pas encore connu de développements aussi extraordinaires. A ce titre l'Europe offre des opportunités plus attrayantes.

Les rendements attendus pour les placements immobiliers restent intéressants d'un point de vue relatif, même si la hausse probable des rendements obligataires à long terme pourrait réduire progressivement en 2022 les primes de risques dont dispose aujourd'hui l'immobilier titrisé en Europe. Mais les « yield curve » en Europe restent très en-dessous des « yield curves » en dollars, protégeant ainsi la capacité d'acquisition des acheteurs et la valeur de leur patrimoine ainsi « hedgé » contre l'inflation.

Indice EPRA Nareit - Eurozone, Royaume-Uni, Emergents (en USD)



Sources: BBGI Group SA

La hausse des taux hypothécaires à 5% pénalisera le marché US

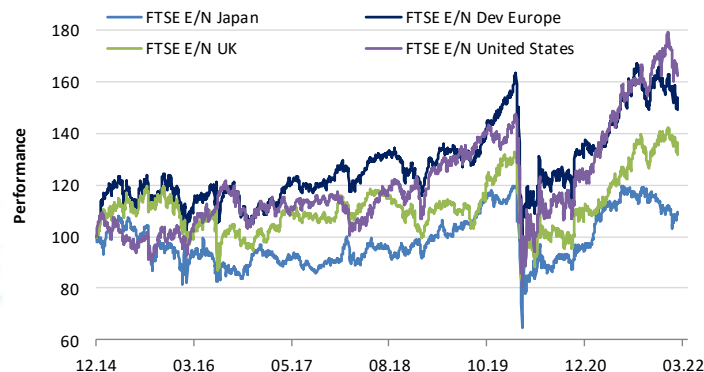
Après des hausses record des prix de l'immobilier aux Etats-Unis, tant sur le plan résidentiel que dans l'immobilier commercial, nous attendions un tassement de la tendance solide en cours en 2022. Les paramètres de l'offre et de la demande restent toujours les principaux facteurs déterminant l'évolution des prix, c'est encore ce qui devrait marquer le marché immobilier globalement au cours des prochains trimestres. Les perspectives de croissance solides du début d'année commencent à faire place à de nouvelles anticipations moins positives. Les risques de ralentissement économique voir de récession selon l'évolution prochaine de la politique monétaire et de l'inflation devraient commencer à affecter en partie le marché immobilier américain.

Pour l'heure le marché immobilier semble encore solide, le prix des maisons dans les 20 principales villes des Etats-Unis ont encore progressé de 1.79% en janvier portant à +19.17% la hausse moyenne sur un an. L'offre de logements disponibles reste inférieure à la demande empêchant certains acheteurs potentiels à concrétiser leur projet. Les ventes de nouvelles maisons sont ainsi en baisse depuis deux mois. Face à ce qui ressemble à une offre inférieure à la demande, les permis de construire autorisés ont avancés de 1'859'000 unités et se situent au plus haut des dix dernières années.

La très forte progression des taux hypothécaire est pourtant sur le point de modifier la demande de maisons secondaires qui passe en dessous de celle pour les résidences principales. Elle reste encore 13% au-dessus de son niveau pré-pandémie mais commence à décliner. Les taux hypothécaires ont progressé de 35% en deux ans portant à 4.5% le coût de financement actuel.

Dans ce contexte, la progression des prix devrait s'interrompre au cours des prochains mois.

Marchés immobiliers en monnaies locales



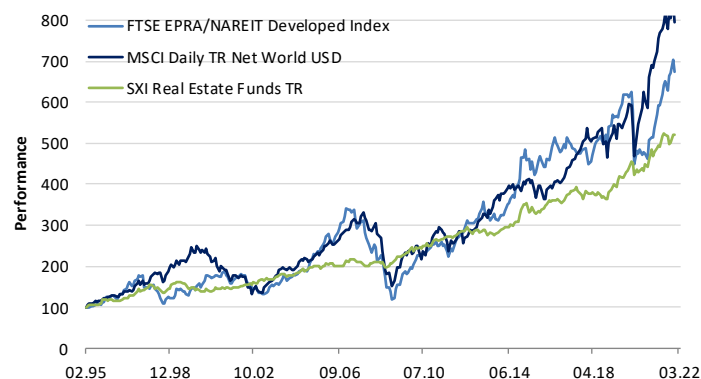
Sources: BBGI Group SA

Les taux européens ne menacent pas l'immobilier

Les prix de l'immobilier devraient encore progresser en 2022, bien qu'à un rythme inférieur à celui observée en 2021. En Europe, les déséquilibres entre l'offre et la demande excédentaire devraient pourtant logiquement persister. Elle ne devrait par contre pas encore être freinée par l'évolution du coût de financement des acquisitions immobilières grâce à la politique monétaire encore pratiquement inchangée et toujours très accommodante menée par la BCE. Les taux directeurs européens ne devraient pas rapidement suivre la tendance haussière engagée par la Réserve fédérale malgré une forte hausse de l'inflation en Europe également.

Le niveau des taux hypothécaires moyen n'a encore que faiblement progressé à la fin février en zone euro (1.66%). La forte progression des rendements à dix ans d'environ 100 points de base dans les divers pays de la zone euro depuis le début de l'année n'a encore porté les taux à dix ans qu'à un niveau de 0.8% pour le Bund allemand, soit à peine plus haut que le pic atteint en 2018. Historiquement, les rendements actuels et les niveaux de taux hypothécaires en Europe restent extrêmement bas. La hausse récente ne menace donc pas selon nous la tendance actuelle favorable pour l'immobilier européen.

Performance long terme : immobilier international, immobilier suisse (CHF) et actions internationales (base 100)



Sources: BBGI Group SA

Les marchés immobiliers européens devraient en 2022 profiter plus longtemps du contexte positif en matière de taux d'intérêt et de coût de financement de l'immobilier. Le cycle immobilier européen est en retard sur le cycle américain et devrait encore profiter du repositionnement des investisseurs à la recherche d'opportunités d'investissement nouvelles plus performantes et moins risquées que dans d'autres régions. Finalement, l'immobilier profite en Europe de la hausse de l'inflation et de l'ajustement des loyers sans être pénalisé par la hausse des coûts de financement ou de valorisation des actifs.

Décélération des prix de l'immobilier en 2022 au Royaume-Uni

Le boom immobilier se poursuit en mars au Royaume-Uni avec une hausse de +1.7% des prix sur un mois et de +10.4% sur un an. La normalisation de politique monétaire de la BoE et la relance de la tendance haussière sur les taux d'intérêt n'ont pas encore d'effet dépressifs sur les prix et les conditions de financement restent suffisamment attractives pour soutenir une demande toujours solide. Les approbations de financement hypothécaire progressent de 72'000 à 74'000 en janvier pour un niveau de financement net de 5.9 milliards.

Le marché immobilier au Royaume-Uni fait désormais face à une hausse très significative déjà des taux d'intérêt depuis leurs niveaux historiquement très bas des précédents trimestres. Le marché britannique est soutenu par une discipline plus importante que par le passé pratiqué par les banques évitant un endettement excessif et les prêts trop conciliants à des débiteurs moins solvables. La capacité d'absorption de hausses de taux des emprunteurs semble supérieure dans le cycle immobilier actuel rendant des vagues de ventes forcées par l'incapacité des emprunteurs à faire face à une hausse des taux hypothécaires moins probables pour l'instant. Selon la BoE, le taux moyen des emprunts à deux ans à taux fixe couvrant des dettes hypothécaires de 90% de la valeur d'acquisition était de 2.38% à la fin mars contre 3.75% à la fin décembre 2020. Par ailleurs, une large proportion du financement hypothécaire estimée à 80% s'est faite au Royaume-Uni sur la base de taux fixes. En moyenne, les détenteurs d'immobilier ont en moyenne un dépôt de fonds propres de 33% selon la BoE.

Nous estimons que dans un premier temps, la remontée des taux restera très insuffisante pour affecter significativement ces conditions de financement et la capacité des ménages à payer leurs engagements hypothécaires. La croissance des prix s'est toutefois avérée nettement supérieure à celle des salaires, abaissant la capacité des ménages à acquérir de l'immobilier, ce qui devrait réduire le niveau de la demande et le rythme de croissance des prix.

Le marché chinois n'offre encore aucune perspectives

L'immobilier chinois reste particulièrement mal orienté. Les ventes immobilières ont encore chuté de -22.1 à 1.37 trillions de yuan par rapport à la même période de l'année 2021. Les nouvelles constructions ont aussi baissé de -12.2%, tandis que les prêts hypothécaires plongeant de -21.1%. Les difficultés du secteur subsistent et font toujours craindre un affaissement de l'activité dans le contexte actuel de ralentissement conjoncturel chinois.

Les promoteurs chinois sont toujours en grandes difficultés et le secteur souffre d'une très faible visibilité notamment en raison de l'évolution réglementaire visant à diminuer le niveau d'endettement des promoteurs.

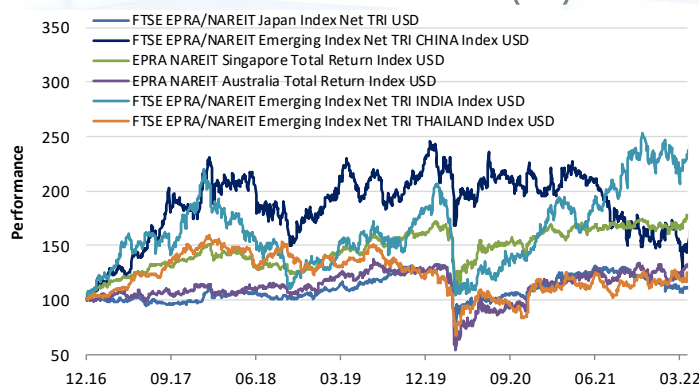
Il est pour l'instant improbable de voir le gouvernement chinois intervenir plus significativement pour soutenir le marché immobilier. Le gouvernement n'a pas été en mesure de passer une réforme nécessaire pour contrôler le marché immobilier. Le poids du secteur dans le PIB de 25% est un frein à toute réforme. Pourtant la hausse des prix des dernières années de boom a poussé le coût d'acquisition à 25 fois le salaire annuel chinois, rendant insoutenable la poursuite de cette tendance. L'immobilier chinois reste particulièrement risqué dans le contexte actuel nous recommandons d'éviter toute exposition à ce secteur.

Stratégie de placement favorable à la zone euro

Le contexte économique actuel reste favorable aux placements immobiliers. Sur le plan boursier, l'immobilier titrisé international résiste également mieux ce trimestre à la progression des incertitudes et notamment aux tensions inflationnistes qui se renforcent avec la crise géopolitique en Europe. La baisse de -3.54% de l'immobilier titrisé international est inférieure à celles enregistrées par les marchés obligataires en chute de -6.16% et les marchés actions (-5.15%). L'immobilier démontre ce trimestre déjà sa capacité de protection supérieure en phase de remontée de l'inflation vis-à-vis des actifs traditionnels. Les placements immobiliers cotés constituent logiquement une diversification indispensable dans les stratégies multi-actifs. Nous estimons encore aujourd'hui que cette classe d'actifs reste sous-représentée et qu'elle devrait bénéficier de la volonté des investisseurs de constituer des portefeuilles plus équilibrés accordant une pondération plus importante à un actif réel offrant des perspectives de rendement intéressantes, une protection contre les risques inflationnistes et l'opportunité de réaliser des plus-values dans certaines régions encore sous évaluées.

Les risques de remontée des taux d'intérêt au cours des prochains mois pourraient éventuellement être considérés comme un facteur négatif à court terme pour le secteur, mais nous considérons que celle-ci n'aura pas encore de conséquences significatives pour les placements immobiliers indirects. Aux niveaux de cours actuels, nous maintenons nos perspectives positives pour l'immobilier titrisé international et suggérons d'adopter une politique de placement et une allocation tactique surpondérée. En termes de positionnement tactique, nous privilégions les marchés immobiliers de pays ou de régions qui n'ont pas encore profité suffisamment des meilleures conditions économiques. Notre allocation régionale est dans le contexte actuel diversifiée, mais favorise une revalorisation des placements en zone euro.

Évolution des marchés immobiliers (USD)



Sources: BBGI Group SA

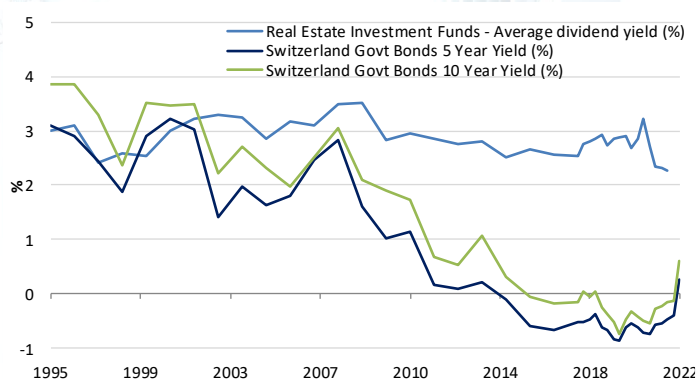
Le 1er trimestre 2022 s'est terminé sur des performances contrastées pour les actifs immobiliers suisses titrisés. Alors que les fonds de placement chutaient de -5% les sociétés immobilières enregistraient une progression de +2%. Après avoir largement surpassé leurs cours d'avant la pandémie, les fonds de placement ont à nouveau souffert de l'environnement plus incertain et de la hausse des taux au 1er trimestre rendant de moins en moins supportable leur agio moyen de plus de 40%. La correction de -5% des fonds de placement reste insuffisante pour réellement modifier le niveau d'agios qui glissent de 44% à 35%. Du côté des sociétés immobilières, la situation est très différente, les agios sont nettement moins importants (20%) et les niveaux de cours boursiers toujours très inférieurs à leurs sommets précédant la pandémie.

Un contexte économique suisse toujours favorable

Le contexte économique suisse reste favorable à l'immobilier direct et indirect malgré des valorisations parfois excessives. Le taux des logements vacants est extrêmement bas (0.6%). Les prix de l'immobilier en Suisse ont progressé de +7.2% en 2021 grâce à des avancées de +2.5% au cours des trois derniers trimestres. Cette tendance s'est poursuivie en début d'année 2022. Les taux d'intérêt sont restés historiquement très attractifs et ont soutenu la demande, mais la phase haussière actuelle observée sur toutes les échéances de la courbe de rendements en francs suisses peut être considérée comme un nouveau facteur défavorable pour le marché immobilier. Les taux longs à dix ans de la Confédération ont en effet bondi de -0.14% à 0.9%, soit environ 100 points de base en trois mois seulement. Nous annonçons dans notre dernière publication trimestrielle que les rendements en Suisse devraient aussi suivre la tendance générale et progresser de manière similaire. Les tensions sur les taux suisses ont ainsi déjà sensiblement modifié les conditions de financement des investissements immobiliers par la transmission indirecte aux taux hypothécaires pratiqués par les banques. Nous estimons toujours que ce mouvement d'ajustement est insuffisant pour changer les tendances positives qui affectent aujourd'hui l'immobilier suisse direct. En ce qui concerne les placements indirects, l'écart de rendement s'est amenuisé d'autant, il reste un différentiel d'environ 1.4% en faveur des fonds immobiliers et de 2% pour les sociétés immobilières cotées.

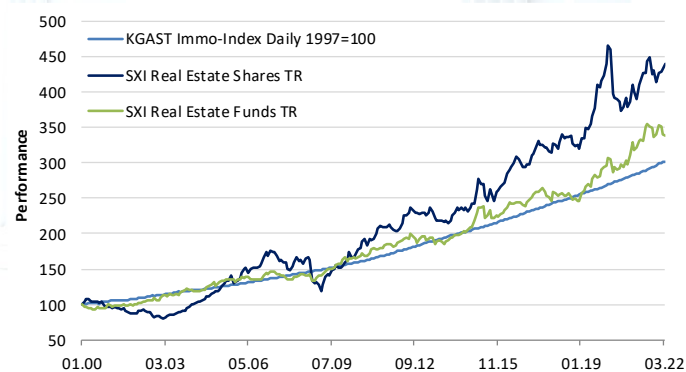
Sans vouloir surestimer l'impact d'une hausse des taux d'intérêt de 1% sur les modèles de valorisation des placements immobiliers, il semblerait tout de même raisonnable de considérer qu'une poursuite de l'ajustement en cours des rendements obligataires aura un impact négatif sur la perception des risques des investisseurs. L'immobilier en tant qu'actif réel se comporte plutôt mieux que d'autres en phase de relance de l'inflation. Les agios des fonds immobiliers constitueront toutefois un frein à une future progression de leurs cours, mais les sociétés immobilières cotées sous évaluées devraient en profiter. Nous surpondérons donc ces dernières dans une allocation diversifiée.

Taux d'intérêt et rendement des fonds immobiliers



Sources: BBGI Group SA

Performance de l'immobilier suisse



Sources: BBGI Group SA

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

Place de Longemalle 1
1204 Genève - Suisse
T: +41 22 595 96 11
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch