

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



OPPORTUNITES A SAISIR DANS L'IMMOBILIER TITRISE

L'immobilier titrisé est trop sévèrement affecté par la hausse des taux. Décotes attrayantes en Europe et au Royaume-Uni. Rendements absolus intéressants. Primes de risques séduisantes en Suisse. Agios et disagios historiques pour les actifs suisses.

Points clés



- Retour de la volatilité sur l'immobilier titrisé
- La correction de l'immobilier titrisé est une opportunité
- Immobiliers titrisé européen injustement pénalisé par la crise bancaire
- Coup de frein sur l'immobilier direct britannique
- Il est encore un peu tôt pour envisager une exposition en Chine
- Décotes attrayantes en Europe et au Royaume-Uni
- L'immobilier titrisé suisse offre des opportunités à saisir
- Rendements absolus et relatifs attrayants

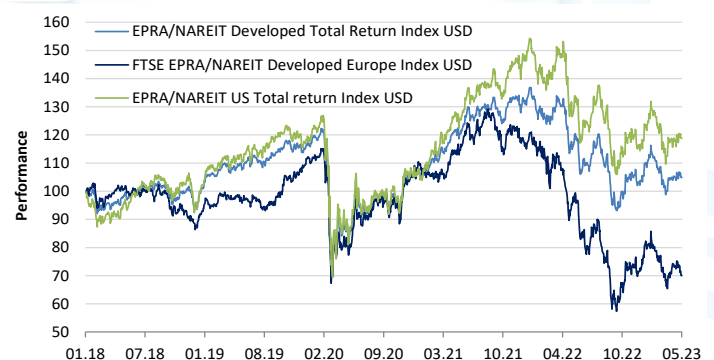
Retour de la volatilité sur l'immobilier titrisé

Après une très belle reprise des cours au dernier trimestre 2022 (+7.5%), l'immobilier titrisé a vu un retour de la volatilité au 1er trimestre 2023. Le trimestre avait plutôt bien débuté grâce à un trio de facteurs qui s'alignaient pour permettre une revalorisation des valeurs immobilières. La baisse de l'inflation, la correction des taux d'intérêt et l'espoir d'une prochaine fin de cycle de resserrement monétaire constituaient un environnement favorable en janvier qui poussait les cours à la hausse d'environ +9%. L'apparition d'un scénario de « no landing » aux Etats-Unis en février et le renversement complet de ses implications potentielle pour les trois facteurs mentionnés venait totalement rebattre les cartes pour les actifs financiers et pour l'immobilier titrisé également. Le rebond des taux d'intérêt qui s'est rapidement mis en place a totalement modifié les conditions d'appréciation des risques et des opportunités pour l'immobilier coté. La hausse des coûts de financement a provoqué des effets négatifs sur la valorisation présente des actifs immobiliers détenus en poussant les cours des REITs et des sociétés immobilières à la baisse. La chute a été sévère, les indices immobiliers perdant tous leurs gains du mois de janvier pour terminer pratiquement inchangé sur trois mois. La crise bancaire de la mi-mars n'a pas n'ont plus contribué à rassurer les investisseurs, malgré la chute des taux d'intérêt qui a été l'une des premières conséquences et ensuite la nette progression des probabilités suggérant la fin immédiate

possible de la politique restrictive de la Fed. Désormais tiraillés entre les aspects positifs d'une baisse des taux d'intérêt et donc de leurs coûts de financement et les risques d'un durcissement de l'accès au crédit, l'immobilier coté semble aujourd'hui encore sous le choc de cette versatilité des scénarios et des cours.

D'un point de vue régional, l'immobilier américain tire un peu mieux son épingle du jeu en enregistrant une performance légèrement positive de +1.14%. L'Europe et la zone émergente semblent encore les plus touchées avec une chute depuis le début de l'année de -4.58% et respectivement -6.91%, tandis que l'Asie (+0.81%) et le Royaume-Uni (+0.47%) se stabilisent. La surperformance du marché américain peut se justifier par le positionnement du cycle de taux d'intérêt, d'inflation et de politique monétaire beaucoup plus avancé dont les impacts négatifs sur la valorisation de l'immobilier coté sont déjà pris en considération et dont les évolutions prochaines sont désormais plus favorables. En Europe, l'inflation n'est pas encore réellement sous contrôle et les taux d'intérêt devront encore se tendre pour permettre une baisse de l'inflation.

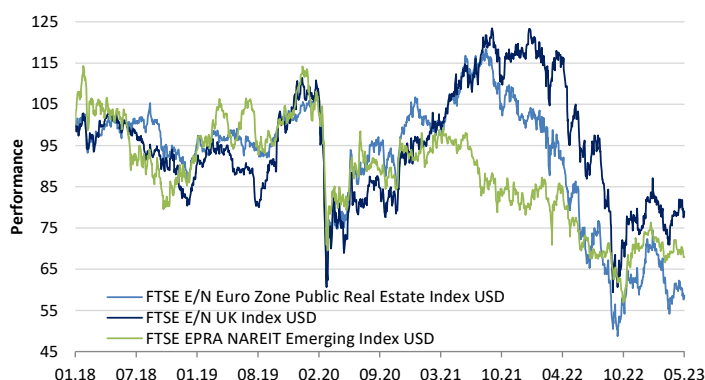
Indices EPRA Nareit— USA, Europe, Monde (en USD)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Globalement, ces événements des quatre premiers mois ont affecté la confiance des investisseurs qui n'ont pas encore pris le temps de réévaluer sérieusement la situation de l'immobilier titrisé. Les risques de refinancement des actifs immobiliers listés ne nous semblent pas correspondre au niveau de valorisation actuel encore influencés par le retour de la volatilité au cours du trimestre.

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



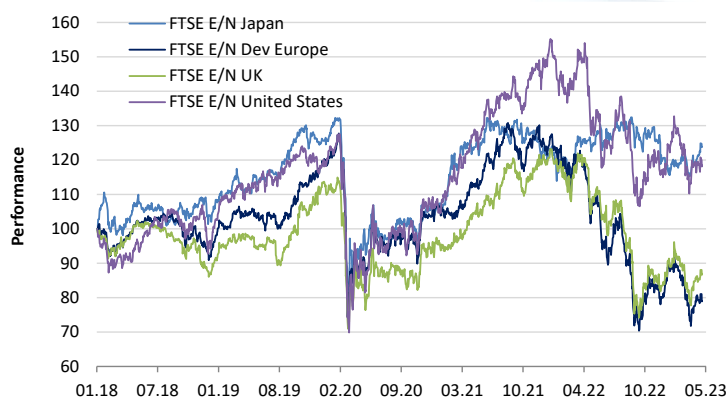
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

La correction de l'immobilier titrisé est une opportunité

La chute des valeurs immobilière cotées observée en février et mars ne nous semble effectivement pas refléter la situation réelle nettement plus favorable pour la plupart d'entre elles. En effet, en retombant souvent sur les niveaux de cours du début du 4ème trimestre 2022 et parfois même sensiblement en dessous de ceux-ci, les valorisations immobilières se traitent maintenant fréquemment en dessous de leurs valeurs comptables. Il n'est ainsi pas rare de voir des valeurs emblématiques « leaders » de leurs marchés se traiter à moins de 50% de leurs valeurs intrinsèques, traduisant selon nous clairement une vision très pessimiste à la fois de la valeur des placements immobiliers détenus et des effets excessifs estimés d'une hausse des coûts de financement sur leurs résultats. L'immobilier titrisé, contrairement à toutes les autres classes d'actifs, n'a pas encore réagi positivement à la chute des coûts de financement des dernières semaines qui a pourtant un impact significatif pour l'immobilier aussi. Cette classe d'actifs n'a donc pas vraiment profité d'une revalorisation positive des facteurs ayant précédemment provoqué des vagues de ventes.

En d'autres termes, le scénario macroéconomique consensuel favorise désormais à nouveau un ralentissement conjoncturel mondial avec assez peu de probabilités de récessions marquées régionalement, ce qui constitue plutôt un environnement favorable pour l'évolution des taux d'intérêt. Par ailleurs, les perspectives inflationnistes s'améliorent nettement aux Etats-Unis, alors qu'au Japon et en Chine elles ne semblent pas être une source de risques pour l'évolution prochaine des taux d'intérêt, ce facteur est également positif dans ces régions. Seule l'Europe semble plus en retrait de ces deux tendances, mais le niveau de correction des cours prend potentiellement déjà assez largement en considération les risques de remontée de taux.

Taux de chômage, revenus, coût du travail, salaires



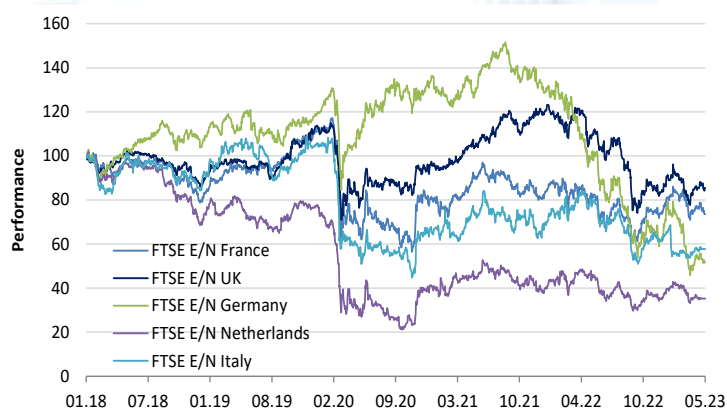
Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Par conséquent nous considérons que l'immobilier titrisé représente globalement une opportunité de diversification méritant une allocation surpondérée.

Marchés immobiliers directs et titrisés aux Etats-Unis

Depuis le changement radical de la politique monétaire américaine enclenché en mars 2022 et la hausse rapide des taux hypothécaires observée ensuite, l'évolution des prix de l'immobilier s'est d'abord inscrite dans une tendance marquée de ralentissement pour entrer en juillet 2022 dans une tendance mensuelle de décroissance des prix relativement régulière. Cette tendance est toujours en place mais se stabilise, après le léger déclin de -0.2% en janvier, qui marquait le septième mois consécutif de baisse pour un déclin global de -3% depuis le sommet de juin 2022 selon l'indice S&P CoreLogic Case-Shiller 20 City Composite CVS. En comparaison annuelle, l'indice national n'est plus en hausse que de +2.05%, un peu en dessous de sa performance de décembre (+5.6%) mais bien en retrait par rapport à l'accélération des prix visible en avril 2022 (+21%). Nous avons fréquemment suggéré que cette tendance à la baisse devait se mettre en place et se poursuivre au cours des prochains trimestres, compte tenu de l'évolution prévisible des principaux paramètres affectant le marché immobilier. Les coûts de financement plus élevés ont freiné la dynamique et limité la demande, mais les taux hypothécaires ont reculé et se situent en-dessous de leurs plus haut niveau des derniers mois. Mais à 6.94% à 30 ans ils restent environ 2% plus haut qu'en début 2022 et freinent les nouvelles demandes de prêts hypothécaires. Il est d'ailleurs probable que la récente crise bancaire rende l'accès au crédit un peu plus difficile, alors que les demandes de refinancement sont en hausse et que les ventes de maisons ont aussi repris légèrement dans toutes les régions sauf l'ouest des Etats-Unis. Le marché immobilier pourrait bien être en train de se stabiliser. En ce qui concerne l'immobilier titrisé, l'incertitude semble encore présente. Nous estimons, au contraire, que l'évolution de l'inflation, de la politique monétaire et des courbes de rendement, sont déjà sur une voie qui s'avérera plus favorable aux placements immobiliers cotés qui nous semble avoir déjà intégré des risques, qui ne se concrétiseront pas complètement, et offre probablement des opportunités de repositionnement à moyen terme.

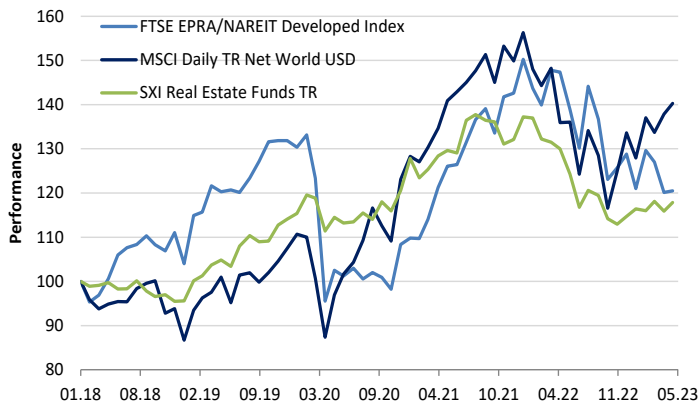
Taux de chômage, revenus, coût du travail, salaires



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

L'immobilier titrisé a déjà assez largement pris en considération les difficultés présentes de l'immobilier direct aux Etats-Unis. Il est quand à lui toujours en nette baisse, après avoir atteint un plus bas correspondant à une chute de près de -36% entre le sommet de décembre 2021 et le point bas de octobre 2022. L'indice EPRA Nareit US présente un rendement moyen de 4.41%, un ratio dette totale/actif total de 45% et un ratio de cours/actif net de 185%.

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Immobilier titrisé européen injustement pénalisé par la crise bancaire

L'immobilier titrisé en Europe subit toujours les effets des tensions sur les taux d'intérêt et de l'accès au crédit. Les risques d'instabilité du système financiers provoqués par la faillite de la SVB ont à nouveau créé une incertitude dommageable à la valorisation des placements immobiliers titrisés. L'indice EPRA Nareit Euro zone a chuté de -25% en deux mois, perdant tous les gains enregistrés depuis septembre 2022. L'indice retrouve son plus bas niveau, en déclin d'environ -50% depuis août 2021. La progression des incertitudes en Europe a logiquement affecté les actifs risqués, mais dans le cas de l'immobilier européen, la valorisation de certaines sociétés prend déjà selon nous en considération une forte baisse des actifs détenus ainsi qu'une hausse des coûts de financement. A moins de 50% de la valeur comptable, certaines valeurs présentent des opportunités exceptionnelles malgré le contexte de hausse des coûts de financement. Le marché immobilier européen recèle désormais des opportunités d'investissement uniques. L'immobilier titrisé a en effet déjà assez largement pris en compte les difficultés présentes de l'immobilier direct en Europe. Il est quand à lui toujours en nette baisse à la fin mars de près de -40%, après avoir atteint un plus bas correspondant à une chute de près de -44% entre le sommet de décembre 2021 et le point bas de septembre 2022. L'indice EPRA Nareit EUrozone présente un rendement de 6.82%, un ratio dette totale/actif total de 42% et un ratio de cours/actif net de 51%.

Coup de frein sur l'immobilier direct britannique

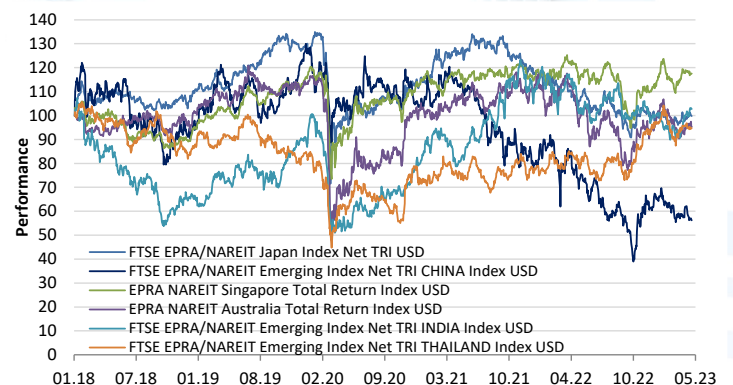
La croissance annuelle des prix de l'immobilier au Royaume-Uni chute à +5.5% sur un an et affiche ainsi sa plus faible progression depuis octobre 2020. Le déclin est net et touche toutes les régions du Royaume-Uni. Désormais la hausse des prix n'est plus que de +3.2% à Londres. L'indicateur mensuel publié par la Nationwide Building Society NCVS relève même une baisse de -2.7% sur un an. Le boom immobilier montre donc enfin des signes de faiblesse. Depuis le pic de juillet 2020 (+14%/an) le tassement des prix est donc très net. Bien que les taux de financement se soient détendus ces derniers mois, les ménages font face à un choc lors du renouvellement de leurs prêts hypothécaires. La chute des approbations de financement hypothécaire s'est stabilisée, mais se situe près de 50% en dessous du niveau de l'été 2022. Cet indicateur annonce une chute plus importante des prix de l'immobilier au cours des prochains mois. La situation des ménages déjà difficile en raison de la hausse de l'inflation sera encore

exacerbée par la hausse du coût de financement hypothécaire sur leurs budgets. Le marché immobilier britannique devrait subir plus fortement en 2023 les effets de la diminution des capacités des ménages à investir, voir même à maintenir leurs investissements immobiliers. Dans le contexte attendu de ralentissement conjoncturel pour 2023, une baisse de l'ordre de -10% des prix de l'immobilier, moins sévère que celle induite après la crise financière de 2008 qui avait vu le prix chuter de -16%, nous semble probable. Mais l'immobilier titrisé britannique a lui aussi déjà assez largement pris en considération les difficultés présentes de l'immobilier direct. Il est ainsi toujours en nette baisse à la fin mars de -37%, après avoir atteint un plus bas correspondant à une chute de près de -44% entre le sommet de décembre 2021 et le point bas de septembre 2022. L'indice EPRA Nareit UK présente un rendement moyen de 4.57%, un ratio dette totale/actif total de 27.7% et un ratio de cours/actif net de 65%.

Trop tôt pour envisager une exposition en Chine

Les prix de l'immobilier direct en Chine ont progressé de +0.44% (nouveaux objets immobiliers) en moyenne dans soixante quatre villes chinoises, c'est le deuxième mois consécutif de progression des prix sur une base mensuelle. Des signes encourageants ont aussi été observés sur le marché secondaire. Sur une base annuelle, les prix de nouveaux logement sont en déclin de -1.7%. Les politiques gouvernementales visant à stabiliser le marché immobilier semblent commencer à développer des effets positifs sur la confiance des investisseurs. Il est sans doute encore un peu tôt pour affirmer que les problèmes du secteur immobilier chinois sont en passe de se résoudre. Relevons cependant que l'accès au financement externe pour les développeurs a été facilité, ce qui a renforcé leur capacité de restructuration de leurs dettes. La baisse des taux hypothécaires constitue également un facteur de soutien additionnel qui sera encore soutenu par l'assouplissement de règles pour l'acquisition de biens immobiliers. En ce qui concerne l'immobilier titrisé chinois, nous recommandons encore la prudence avant d'envisager une prise de position spécifique à ce marché encore fragile et peu transparent.

Evolution des marchés immobiliers (USD)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Décotes attrayantes en Europe et au Royaume-Uni

Le nouveau régime d'inflation qui semble se mettre en place peut désormais influencer positivement la politique monétaire. Ce nouveau climat des investissements sera favorable à une baisse des tensions sur les taux et à une nouvelle estimation des

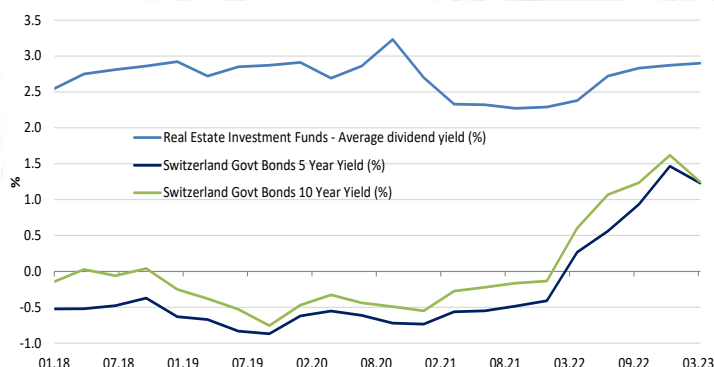
risques et opportunités pour les marchés immobiliers titrisés. Nous estimons encore aujourd'hui que cette classe d'actifs est sous-représentée dans une allocation d'actifs diversifiée. Elle devrait bénéficier de la volonté des investisseurs de constituer des portefeuilles plus équilibrés. Nous recommandons une allocation tactique surpondérée, une revalorisation des placements en zone euro nous semble probable compte tenu de leurs ratios financiers attractifs.

L'immobilier titrisé suisse offre des opportunités à saisir

Malgré le durcissement des conditions monétaires en Suisse avec la hausse de 225 pbb des taux directeurs de la BNS en seulement neuf mois de -0.75% à 1.5%, et les ajustements des rendements obligataires en francs suisses observés ensuite sur les courbes de rendement, les placements immobiliers titrisés sont restés relativement stables. L'indice des fonds de placement immobiliers suisse termine en fait le mois d'avril sur une légère hausse de +1.2% depuis le début de l'année, soit un résultat stable par rapport au 30 juin 2022, date du 1er relèvement des taux directeurs de la BNS de -0.75% à -0.25%. Cette relative stabilité masque tout de même une volatilité à court terme des fonds de placement qui ont aussi subi les changements de perception des risques qui se sont produits au cours de la période. Après un dernier trimestre 2022 en hausse de +8.76%, l'indice SXI Real Estate Funds termine le 1er trimestre sur une progression limitée à +0.46%. Les sociétés immobilières cotées ont suivi un chemin similaire (+8.94%) au dernier trimestre, comme au 1er trimestre 2023 (+1.54%). Le contexte actuel du marché immobilier titrisé suisse présente une situation tout à fait particulière sur le plan des valorisation des fonds cotés. Alors que l'agio moyen avait dépassé 40% en début 2022, celui-ci a chuté à 12.8% à la fin mars 2023, en déclin du niveau de 13.8% observé à la fin décembre. La moitié des fonds de placement présente même un disagio pouvant dépasser -20% à ce jour. Le niveau actuel d'agio se situe en dessous de la moyenne historique proche de 20% et proche de son plus bas niveau atteint en 2008 en dessous de 10%. Les fonds commerciaux sont déjà en disagio et pratiquement sur leur plus bas niveau de 2008. Pour les sociétés immobilières cotées, le disagio est désormais de -4%, soit son plus bas niveau depuis 2010. Avec des taux à dix ans de la Confédération se situant entre 1% et 1.5%, les conditions de financement en Suisse ne se sont pas autant dégradées que dans d'autres pays et n'ont donc pas un impact significatif sur la valorisation de l'immobilier titrisé. Historiquement, on observe d'ailleurs qu'il faut des coûts de financement supérieurs au rendement des fonds pour que l'agio moyen diminue en dessous de 15%. Seuls des coûts de financement supérieurs à 4% ont provoqués une chute durable des agio à zéro et des conditions de disagio potentielles. Nous estimons que les taux

en Suisse n'ont que très peu de risques de dépasser le niveau du rendement actuel des fonds immobiliers de l'ordre de 2.8%, ce qui écarte le risque d'une chute des cours suffisante pour abaisser le niveau actuel d'agio.

Taux d'intérêt et rendements des fonds immobiliers

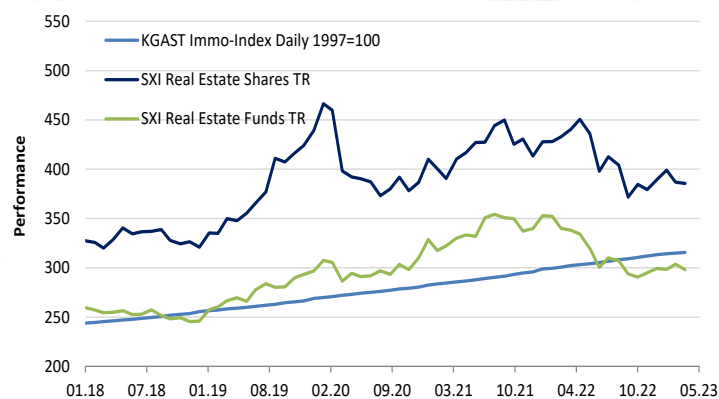


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Perspectives positives pour l'immobilier suisse coté

Le rendement des fonds immobiliers est de 2.8% et celui des sociétés immobilières est même de 3.7%. Compte tenu d'une courbe de taux plate pour les rendements de la Confédération d'en moyenne 1.25%, la rentabilité des placements immobiliers cotés nous semble très attrayante tant en terme absolu que relatif. La prime de risque pour les sociétés immobilières est même proche de 250 pbb ce qui représente une prime séduisante dans le contexte présent. Les niveaux de valorisation actuels présentent des opportunités intéressantes de repositionnement. Nous surpondérons donc l'immobilier titrisé dans une allocation d'actifs diversifiée.

Performance de l'immobilier suisse



Sources: Bloomberg, 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 59 59 611
reception@bbgi.ch
www.bbgi.ch