

ANALYSE HEBDOMADAIRE

M. Alain Freymond—Associé & CIO



OPPORTUNITES ATTRAYANTES DANS LES DIVERS MARCHES IMMOBILIERS TITRISES

Diminution progressive des incertitudes. Impact positif de la baisse de l'inflation et de la fin du cycle de resserrement des taux. Valorisations attrayantes des indices immobiliers cotés en Europe et au Royaume-Uni. Rendements relatifs et agios également séduisants en Suisse.

Points clés



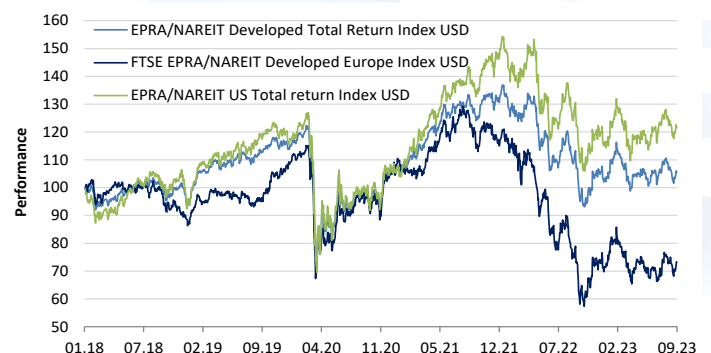
- Les risques sont escomptés, les cours actuels représentent de réelles opportunités d'investissement
- Un ratio cours/actif net particulièrement favorable pour l'immobilier européen
- L'immobilier titrisé britannique semble aussi proche d'une reprise
- L'immobilier titrisé suisse offre des opportunités à saisir
- Rendements absolus et relatifs attrayants
- Perspectives positives pour les deux formes de placement en Suisse (fonds et sociétés)

L'immobilier titrisé reste affecté par une incertitude persistante mais se reprend en fin de mois

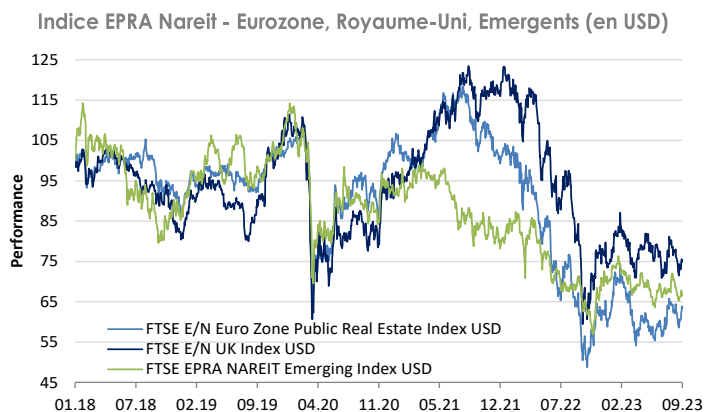
Les derniers mois n'ont malheureusement pas apporté beaucoup de changement sur le sentiment encore mitigé des investisseurs à l'égard de l'immobilier titrisé. Pris dans son ensemble, le marché immobilier coté enregistrait déjà une stabilité presque totale au 2^{ème} trimestre (+0.04%) qui faisait suite à un 1^{er} trimestre déjà plutôt calme et légèrement positif (+0.51%). Au cours des deux derniers mois, les indices immobiliers se sont en partie repris sans encore montrer de tendance très solide dans le contexte économique pourtant riche en événements susceptibles d'affecter positivement l'immobilier, comme notamment la baisse de l'inflation et la fin probable de politiques monétaires restrictives. Régionalement, on observe tout de même une décorrélation significative et une certaine volatilité des performances mensuelles. Il aura fallu attendre pour voir une reprise des cours se matérialiser enfin, notamment aux Etats-Unis tout d'abord, puis en Europe et dans les marchés émergents. Ces rebonds récents ont encore été affectés par l'incertitude liée aux taux d'intérêt et sont restés volatiles. Aux Etats-Unis, la combinaison de trois facteurs favorables ont commencé à soutenir un retour de l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actifs et ses valeurs cotées. C'est en effet l'alignement de ces trois facteurs qui ont permis un début de 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 constituait un environnement favorable qui poussait les cours à la hausse. A contrario, en Europe, la persistance d'une inflation élevée malgré une tendance plus nette à la baisse et une politique monétaire résolument tournée vers la poursuite du cycle de resserrement n'offraient pas encore de raisons suffisantes aux investisseurs pour favoriser les placements immobiliers en août après une reprise sensible en juillet. Les valeurs immobilières britanniques chutaient encore de -4.5% en août après un rebond de +5.1% en juillet. Globalement, les indices immobiliers titrisés poursuivent leur phase de consolidation dans l'attente de meilleures visibilité dans les marchés régionaux respectifs. L'incertitude qui retient une revalorisation des actifs immobiliers tient en grande partie dans la problématique liée à la hausse des taux d'intérêt, à la progression du coût de financement ou de refinancement et à l'accès au crédit. Ces éléments ont en effet encore affecté négativement les conditions d'appréciation des risques et des opportunités au cours des dernières semaines. Le rebond récent des coûts de financement aux Etats-Unis en particulier a provoqué des effets négatifs sur la perception des risques et sur les valorisations présentes des actifs immobiliers détenus en poussant souvent les cours des REITs et des sociétés immobilières à la baisse jusqu'il y a peu. Toutefois, la fin du mois d'août semble présenter quelques développements intéressants. En effet, la reprise positive observée tout de même depuis quelques semaines maintenant pourrait bien annoncer le début d'une nouvelle revalorisation des sociétés immobilières et des fonds de placements immobiliers cotés avec la fin probable du cycle de resserrement monétaire aux Etats-Unis.

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Les risques sont escomptés, les cours actuels représentent de réelles opportunités d'investissement

La chute des valeurs immobilières cotées a désormais atteint des niveaux reflétant très largement selon nous déjà les risques liés à un accroissement possible des difficultés de refinancement de la dette de nombreuses sociétés immobilières. Pour un grand nombre d'entre elles, les niveaux de cours actuels ne reflètent pas leur situation financière réelle. 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 sont récemment traitées fréquemment très 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 60 et 50% de leur valeurs intrinsèques, traduisant selon nous clairement une vision trop 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 l'amélioration du scénario conjoncturel global ainsi qu'à la baisse enclenchée aux Etats-Unis des coûts de financement, qui aura 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 Europe, la hausse des taux n'est effectivement pas terminée, mais les anticipations de tensions ont largement précédé le cycle de resserrement monétaire ce qui suggère déjà que les valeurs immobilières européennes ont aussi atteint leur nadir au cours des dernières semaines.

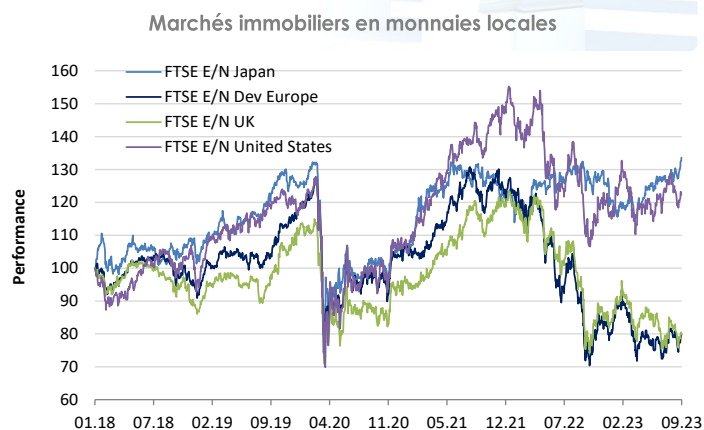
Le scénario macroéconomique de « soft landing » global, accompagné d'une inflation en net déclin, devrait constituer un environnement favorable pour l'évolution des taux d'intérêt et pour un retour de l'intérêt des investisseurs pour cette classe d'actif actuellement très nettement sous évaluée. Par conséquent, nous considérons que l'immobilier titrisé représente globalement une opportunité de diversification méritant une allocation surpondérée.

Situation favorable pour l'immobilier direct et titrisé aux Etats-Unis

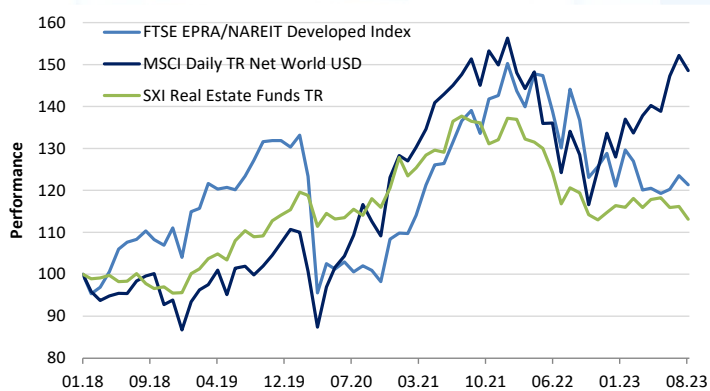
Le marché immobilier direct aux Etats-Unis poursuit sa phase de reprise en 2023 après quelques mois difficiles en milieu d'année 2022. Les prix des maisons qui enregistraient des baisses mensuelles entre février et décembre, sont maintenant en hausse pour le cinquième mois consécutif, poussés par un nombre croissant d'acheteurs et une offre réduite. Les inventaires sont bas, le nombre de propriétés à la vente est désormais inférieur de moitié à ce qu'il était en 2019. La hausse enregistrée en avril de +0.5% s'inscrit dans une tendance plutôt solide dans laquelle on observe un nombre croissant d'acheteurs prêt à offrir des prix plus élevés que ceux affichés pour obtenir et sécuriser une transaction. La reprise actuelle semble concerner toutes les régions. Sur une base annuelle, l'évolution des prix est maintenant stable (-0.2%). Les taux hypothécaires restent fluctuants mais les demandes de financement sont en légère hausse à la fin août (+2.3%). Malgré cela, les coûts de financement limitent la demande. Moins de 10% des prêts sont au-dessus de 6%. Le marché immobilier est en train de s'ajuster à la hausse des coûts de financement et à un doublement des taux d'intérêt hypothécaire. Si la capacité d'acquisition est réduite pour certains par cette hausse, la diminution de l'offre et des inventaires permet une stabilisation du marché sans un impact significatif pour l'instant sur les niveaux de prix. Il y a trois mois nous évoquions justement notre anticipation que le marché était en train de se stabiliser, aujourd'hui nous estimons que cette tendance devrait même se renforcer avec l'évolution positive attendue des taux d'intérêt.

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 semblent donc avoir déjà intégré des risques, qui ne se concrétiseront pas complètement, et offre probablement des opportunités de repositionnement à moyen terme.

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



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Un ratio cours/actif net unique de 0.54 pour l'immobilier européen

L'immobilier titrisé a déjà pris en considération les risques de taux d'intérêt et ceux de vacances de loyers avec une chute de -53% enregistrée entre août 2021 et octobre 2022. Après la reprise récente des cours de +14% suite à la crise bancaire de mars et à la volatilité qui a caractérisé son évolution en juillet et août, il est encore en déclin de 46% par rapport à son sommet de cycle de 2021. L'immobilier titrisé en Europe subit toujours les effets de l'inflation, de la politique monétaire restrictive de la BCE et des tensions induites sur les taux d'intérêt depuis près de vingt quatre mois. Les risques d'instabilité du système financier provoqués par la faillite de la SVB ont à nouveau créé une incertitude dommageable à la valorisation des placements immobiliers titrisés en augmentant la difficulté d'accès au crédit.

L'indice EPRA Nareit Eurozone peine à se stabiliser après une chute de -28% entre février et mars, mais les investisseurs commencent à prendre en considération la probabilité de fin de hausse de taux en Europe ainsi que le niveau attractif de valorisation. La relance des cours de fin août témoigne de ce début d'intérêt qui permet à l'indice phare de l'immobilier européen de s'éloigner de son niveau plancher testé désormais à cinq reprises en un an. L'effondrement des cours de l'immobilier européen coté qui reste très important nous semble clairement excessif, même dans le contexte d'une poursuite de la hausse des taux évoquée précédemment. L'indice EPRA Nareit Eurozone présente en effet un rendement moyen de 5.23%, de 6.69% pour 2023 et 7.02% pour 2024. Son ratio dette totale/actif total de 42.8% et un ratio de cours/actif net de 0.54. A moins de 50% de leur valeur comptable, certaines valeurs européennes ont déjà pris en compte ces risques alors que leur financement et leurs revenus des loyers ne sont pas réellement menacés. Le marché immobilier européen recèle donc selon nous des opportunités d'investissement rares.

L'immobilier titrisé britannique est au début d'une reprise

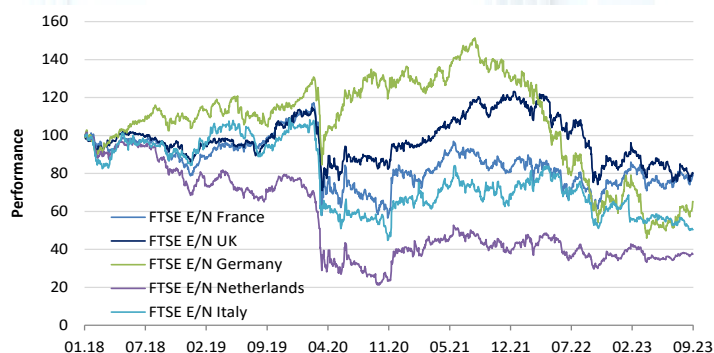
La croissance annuelle des prix de l'immobilier poursuit sa très nette consolidation en 2023. Après avoir atteint +14.3% sur un an en juillet 2022, la hausse des prix immobiliers sur un an est désormais de -5.3% en fin août. Le déclin est net et touche toutes les régions du Royaume-Uni. Désormais, les prix enregistrent des déclin mensuels depuis plus d'un an à l'exception de courtes périodes de légère reprise. Le boom immobilier montre donc des signes tangibles et persistants de faiblesse. Depuis le pic de juillet 2020, 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. Les taux hypothécaires moyens à deux ans ont atteint 4.7% et 4.3% pour les taux à cinq ans. Environ 1.7 millions de ménages sont influencés directement par l'évolution des taux à court terme. Une hausse des coûts de financement au-delà de 5.5% à 6% est probable, rendant particulièrement fragile le financement hypothécaire et l'achat de biens immobiliers. 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. L'immobilier titrisé britannique déjà en déroute de -43% entre le sommet de décembre 2021 et son point bas atteint en septembre 2022 et retouché en juin 2023 nous semble aussi proche maintenant de profiter d'un changement de perception des risques et des opportunités. Les anticipations négatives liées à la perspective de hausse des coûts de financement nous semblent aussi bien intégrées dans les niveaux actuels des cours des valeurs immobilières cotées. Si nous estimons que la chute des cours de l'immobilier direct physique n'a pas atteint son point d'équilibre, il en va selon nous différemment de l'immobilier titrisé qui semble déjà présenter des opportunités de repositionnement en raison de valorisations déjà attractives. L'indice EPRA Nareit UK présente en effet un rendement moyen de 4.67%, un ratio dette totale/actif total de 27.7% et un ratio de cours/actif net de 0.74.

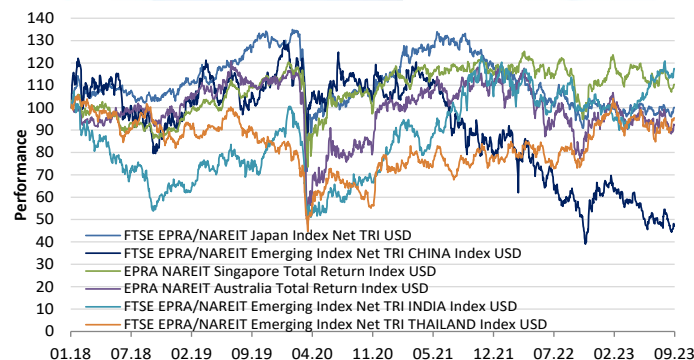
Décotes attractantes en Europe et au Royaume-Uni

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 et en termes de positionnement régional, une revalorisation des placements en zone euro nous semble probable compte tenu de leurs ratios financiers attractifs.

Marchés immobiliers européens en monnaies locales
Évolution des marchés immobiliers (USD)



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA



Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Perspectives positives pour l'immobilier titrisé suisse

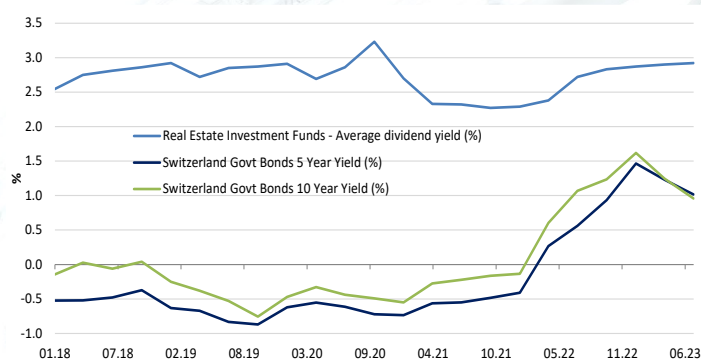
Malgré le durcissement des conditions monétaires en Suisse depuis un an et la dernière hausse de taux directeur de 25 points de base en juin qui a porté les taux directeurs à 1.75%, l'immobilier titrisé suisse reste relativement stable. La hausse de 250 pdb et les ajustements des rendements obligataires en francs suisses observés ensuite sur les courbes de rendement ayant aussi réhaussé le coût du crédit, les placements immobiliers titrisés sont restés relativement résistants. L'indice des fonds de placement immobiliers suisses subit pourtant une nouvelle faiblesse en août après avoir été relativement peu volatile depuis le début de l'année et assez peu affecté par l'environnement international négatif pour les valeurs immobilières. Cette relative stabilité masquait 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 premier trimestre en hausse de +0.46%, l'indice SXI Real Estate Funds enregistrait au 2ème trimestre une nouvelle progression de +2.16% qui ont été effacés par le déclin de -2.4% à la fin août. Les sociétés immobilières cotées ont suivi un chemin un peu plus positif en réalisant une première hausse de +1.54% suivie d'un nouveau gain de +2.73% au 2ème trimestre et d'une progression de +6% récente. Les sociétés immobilières profitent ainsi plus largement de l'amélioration du climat boursier pour les actions. 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 désormais glissé en dessous du seuil de 10%, atteint pour la dernière fois lors de la crise de 2008. Le niveau actuel d'agio se situe clairement en dessous de la moyenne historique proche de 20%. Les fonds commerciaux sont déjà en disagio et pratiquement sur leur plus bas niveau de 2008. Pour les sociétés immobilières cotées, la décote moyenne est désormais de -6.6%, soit son plus bas niveau depuis 2010. Avec des taux à dix ans de la Confédération se situant proches de 1%, 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, alors que l'endettement moyen est inférieur à 25%.

Taux d'intérêt et rendements des fonds immobiliers

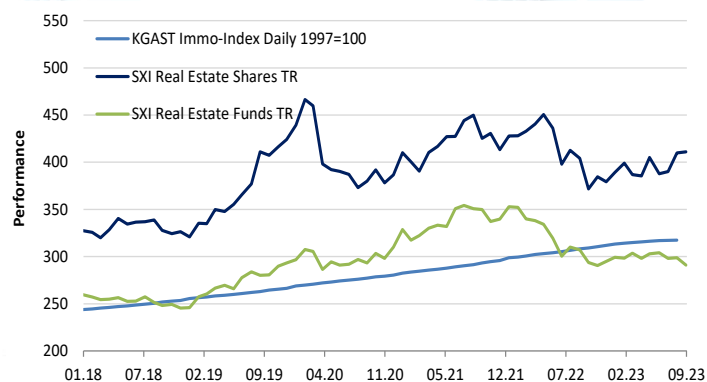


Sources: Bloomberg, BBGI Group SA

Rendements absolus et relatifs attrayants

Le rendement des fonds immobiliers est de 2.8% et celui des sociétés immobilières est même de 3.8%. Compte tenu d'une courbe de taux relativement plate pour les rendements de la Confédération d'environ 1% à 10 ans, 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 280 pdb ce qui représente une prime séduisante dans le contexte présent.

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