

ANALYSE HEBDOMADAIRE

Alain Freymond – Associé - CIO



6 mars 2015

L'immobilier suisse offre encore un rendement séduisant en 2015

Les taux de rendement négatifs soutiennent la demande de placements immobiliers. Malgré la hausse des cours et des agios, le rendement séduit toujours les investisseurs.

Points clés

- L'immobilier titrisé suisse est en hausse de +8.2%
- Un marché relativement étroit de 26 fonds de placement représentant 34 milliards de francs
- Les fonds immobiliers profitent des rendements négatifs sur les marchés obligataires
- Rendement du dividende (2.3%) à peine inférieur à la moyenne (3%) de 1995-2015
- Le rendement immobilier ne s'est pas encore ajusté à la baisse des taux d'intérêt
- Potentiel d'ajustement des valeurs intrinsèques
- Prime de risque historiquement élevée : 2.8%
- La hausse des cours pousse les agios vers 30%
- Les taux d'intérêt devraient rester bas
- Le différentiel de rendement continuera de soutenir l'arbitrage en cours des placements obligataires vers l'immobilier

L'immobilier indirect suisse a le vent en poupe en 2015 après un excellent millésime 2014

Le secteur immobilier coté en Suisse avait déjà réalisé une excellente performance boursière en 2014 (+14.99%) en enregistrant son troisième meilleur résultat sur 20 ans, après une hausse de +22.5% en 1997 et un bond de +19.61% en 2009. Ces deux années avaient d'ailleurs été exceptionnelles pour les actions suisses également, en progression de +55.19% et +23.18%.

L'immobilier suisse débute l'année 2015 encore plus fort, doublé par la chute historique des rendements en francs suisses, désormais très nettement négatifs depuis l'intervention de la BNS le 15 janvier.

L'indice des fonds immobiliers suisses (SXI Real Estate Funds Total Return Index), à peine en

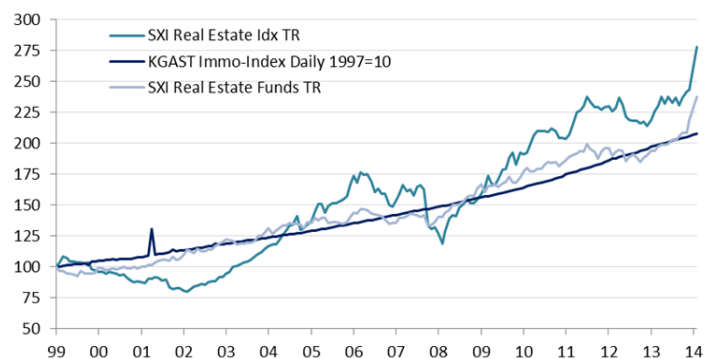
hausse de +0.9% au 15 janvier, a en effet ensuite régulièrement progressé pour enregistrer au 6 mars un bond de +8.2% en quelques semaines seulement.

Cet indice est aujourd'hui composé de 26 fonds de placement immobilier de droit suisse, dont la taille moyenne est de 1.3 milliard de francs. Si le plus grand fonds regroupe 7.4 milliards d'immeubles, la plupart a pourtant une taille inférieure à 1 milliard.

L'ensemble des fonds immobiliers suisses accessibles à tous les types d'investisseurs, tant institutionnels que privés, représente ainsi une capitalisation boursière de 34 milliards de francs, soit à peine 2.63% de la capitalisation boursière totale des titres suisses du SPI, estimée à 1'289 milliards de francs à la fin février.

A titre de comparaison, le marché obligataire suisse coté « investment grade », tel que représenté dans l'indice de la bourse suisse SBI AAA-BBB « Total Return », est de 488 milliards de francs. L'immobilier titrisé suisse ne représente ainsi pas plus de 6.9% du marché obligataire suisse coté de qualité.

Performance des trois types de placements immobiliers indirects suisses



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

Les **sociétés immobilières** cotées en bourse suisse et regroupées au sein de l'indice SXI Real Estate Shares ont aussi réalisé un excellent début d'année en bondissant de +10% dès le 16 janvier, après avoir déjà enregistré une hausse de +13.65% en 2014. Accessible à tous les investisseurs également, le segment des sociétés immobilières est toutefois un **marché de niche concentré** dans lequel un nombre très limité de valeurs (au nombre de seize) se côtoient. Les sociétés Swiss Prime Site et PSP représentent environ 60% de ce marché dont la capitalisation boursière totale dépasse juste **17 milliards**.

Sans être aussi performant en 2014 (+5.05%) ou 2015 (+0.68%), les **fondations immobilières** réservées aux caisses de pensions et regroupées dans l'indice KGAST immobilier ont aussi profité de la situation favorable pour les placements immobiliers. Une grande partie de ces vingt-sept fondations spécialisées - représentant environ **31 milliards** d'immeubles - a soit totalement fermé l'accès à de nouveaux investisseurs, soit limité fortement tous nouveaux investissements.

Arbitrage dans l'urgence, les investisseurs recherchent des placements négociables et rémunérateurs

La chute des rendements obligataires des derniers mois et le passage en taux négatifs sur presque toute la courbe des taux en francs suisses de débiteurs de qualité, a poussé les investisseurs à opérer un arbitrage entre actifs.

La quête de rendement est ainsi devenue primordiale, alors que le rendement sur les liquidités est devenu négatif pour un très large spectre d'investisseurs. Dès lors, l'immobilier s'est à nouveau imposé comme une alternative séduisante à ce besoin de rendement.

Mais tous les placements immobiliers suisses ne présentent pourtant pas les avantages souhaités. Ainsi, nous venons de le voir, les fondations d'investissement immobilières sont souvent fermées et ne souhaitent pas accueillir de nouveaux investissements et de nouvelles liquidités qu'ils jugent difficiles à réinvestir dans un marché relativement asséché.

Du côté des placements directs, le processus d'analyse et de décision est toujours long et ne correspond pas au caractère de plus en plus urgent de recherche d'alternatives rapides capables de solutionner la problématique de taux négatifs. Même si les transactions immobilières récentes semblent aussi témoigner de ce regain d'intérêt, la lenteur du processus et l'horizon-temps ne correspond pas toujours à l'objectif poursuivi.

Les sociétés immobilières ont été recherchées, comme le suggèrent l'évolution des cours et plus encore, celle des volumes de transactions. Mais attention à l'étroitesse de ce marché et aux risques de moins-value en cas de retournement de l'intérêt des investisseurs.

Du côté des fonds de placement, le marché paraît plus large et semble permettre une marge de manœuvre supérieure. Mais comme nous l'avons déjà relevé, la taille du marché des fonds immobiliers ne représente que 6.9% du marché obligataire suisse de qualité « investment grade ».

Ceci limite grandement la capacité d'absorption et d'arbitrage concret des placements obligataires vers des fonds de placement immobilier suisses.

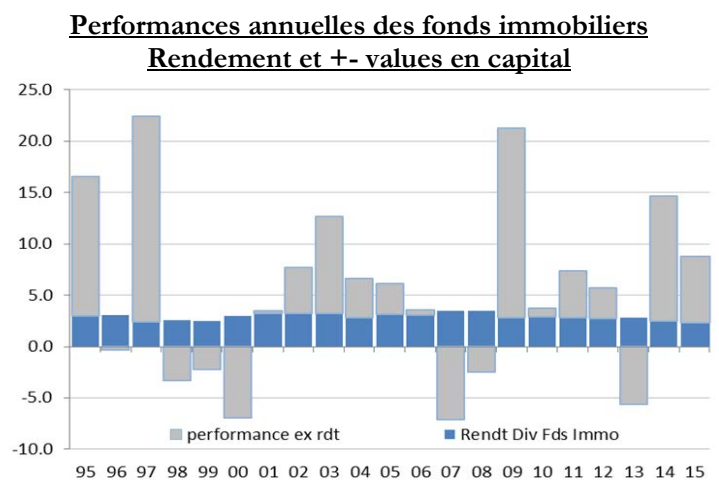
En 2014, le volume des augmentations de capital des principaux fonds immobiliers s'est monté à 1.2 milliard et trois nouveaux fonds ont permis d'absorber 350 millions de francs de nouveaux investissements.

Décomposition de la performance historique entre rendement et plus-value

Au cours des vingt dernières années, le nombre de fonds de placement immobilier existants a plus que doublé.

Entre 1995 et 2015, la performance « total return » des fonds immobiliers a été d'environ 6.4%. Pendant la même période, il est intéressant d'observer que le rendement moyen de ces fonds est resté relativement stable et en moyenne légèrement inférieur à 3%.

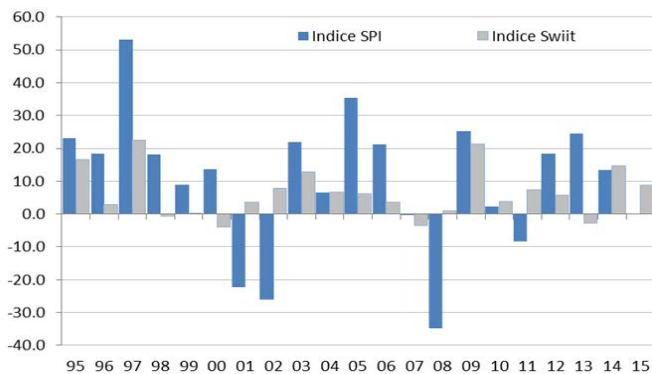
Le graphique ci-dessous montre l'évolution du rendement et des plus ou moins values en capital enregistrées.



On observe que sur les six périodes de moins-value boursière enregistrées, le rendement a permis dans 50% des cas de compenser les pertes en capital et de réaliser un

résultat annuel positif. Seules les périodes 2000, 2007 et 2013 ont finalement été négatives tout en limitant les pertes à moins de 5%. Le graphique ci-après rappelle la corrélation existante entre les actions suisses et les fonds de placement immobilier, tout en soulignant la résistance de l'immobilier pendant les périodes de chute des actions.

Performances annuelles des actions suisses et des fonds immobiliers suisses



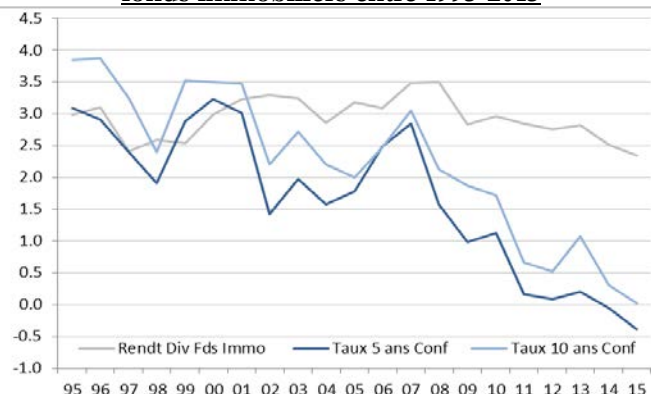
Sources: BBGI Group SA

Le rendement des fonds immobiliers ne s'est pas encore ajusté à la baisse des taux d'intérêt

Depuis 1995, les rendements des fonds immobiliers sont restés relativement indifférents au cycle de baisse des taux d'intérêt dans notre pays.

Alors qu'en 1995, le rendement à 10 ans de la Confédération était proche de 4%, celui des taux à 5 ans était presque identique au rendement moyen du dividende des fonds immobiliers suisses de 3%. Pendant la 1^{ère} partie de la décennie 1990, les taux longs de la Confédération étaient supérieurs au rendement immobilier, tandis que les taux à 5 ans évoluaient de concert. La prime de risque était de ce fait nulle entre 1995 et 2001, voire négative en comparaison aux obligations à dix ans.

Taux d'intérêt et rendement du dividende des fonds immobiliers entre 1995-2015



Sources: BBGI Group SA

En toute logique, une prime de risque de 0.5% à 1% par rapport au taux hors risque de la Confédération aurait pourtant semblé légitime. La prime de risque s'est finalement reconstituée ensuite entre 2001 et le début de la crise financière. L'écart de rendement a ainsi oscillé entre 0.5% et 1%.

Depuis lors, la chute des rendements des obligations de la Confédération jusqu'aux niveaux extrêmes de ces derniers jours n'a pas été réellement suivie et répercutée sur le niveau du rendement moyen du dividende.

En effet, alors que les taux d'intérêt chutaient de 3% à 0%, le rendement moyen du dividende fléchissait à peine de 3.5% à 3%, avant la récente chute à 2.34% provoquée par la dernière hausse des cours.

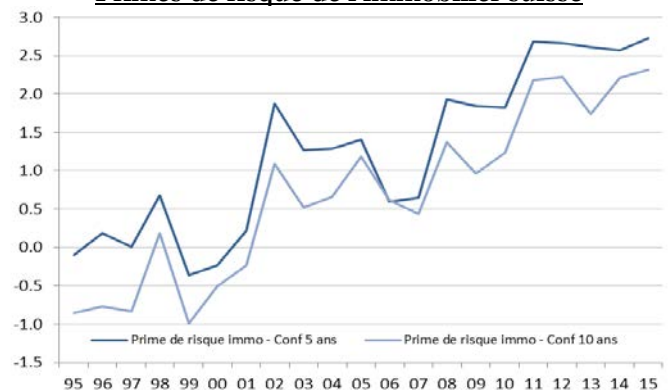
Cette résistance du rendement du dividende s'est pourtant opérée alors que les fonds immobiliers voyaient leur valeur progresser de +74% entre 2008 et 2015. La hausse des cours a été accompagnée d'une progression des dividendes permettant au rendement de rester relativement stable.

Aujourd'hui, la recherche effrénée d'alternative remet un coup de projecteur sur cet état de fait. L'immobilier suisse offre toujours un rendement attrayant dans l'absolu, malgré une fantastique progression des cours.

La prime de risque est au plus haut et favorise les placements immobiliers

La résultante de ces deux évolutions est qu'aujourd'hui, si le rendement absolu de l'immobilier est proche de sa moyenne historique, la chute des taux d'intérêt a fortement augmenté l'écart de rendement ou prime de risque des placements immobiliers.

Primes de risque de l'immobilier suisse



Sources: BBGI Group SA

La prime de risque négative entre 1995 et 2000 s'est stabilisée à environ 1% avant la crise.

Depuis 2008, elle n'a cessé d'augmenter pour atteindre un pic de 2.5% aujourd'hui. Désormais, les placements immobiliers présentent, même après la hausse de 2015, des rendements inespérés pour les investisseurs à la recherche d'alternatives.

Ainsi, l'arbitrage actuel ne devrait pas s'interrompre avant qu'une partie de cette prime de risque ne disparaisse.

La contraction de la prime de risque pourrait théoriquement intervenir dans deux types de scénarios :

Scénario de hausse de taux. Une remontée rapide des taux d'intérêt au-dessus de zéro et progressivement vers 1%-1.5% dans les prochains mois réduirait potentiellement de moitié la prime de risque actuelle. Mais elle pourrait alors provoquer quelques prises de profit significatives affectant le niveau des cours, mais sans effet majeur sur le rendement qui pourrait alors rester proche de 2.5% 2.75%.

Scénario de stagnation des taux. Le maintien à un niveau proche de zéro, voire une légère reprise des taux, soutiendrait alors durablement l'intérêt des investisseurs pour le rendement immobilier supportant la tendance haussière des cours. Dans ce contexte, le rendement du dividende pourrait encore glisser, ce qui réduirait la prime de risque également.

Agios à nouveau élevés jusqu'aux prochaines évaluations des experts ?

Entre 2000 et 2015, l'agio moyen des fonds immobiliers était d'environ 10%. Mais cette moyenne cache une grande volatilité, l'agio des fonds immobilier ayant oscillé entre -3% et +30% pendant cette période. La progression de 0% à 20% entre 2000 et 2007 a été suivie d'une correction à seulement 5% en 2009 avant un retour à 22.5% en 2013. L'introduction de mesures contraignantes pour le financement immobilier par la BNS et le Conseil fédéral en 2013 avait provoqué un tassement des cours des fonds immobiliers et de l'agio à environ 12%; la chute des rendements a eu l'effet inverse dès 2014. L'agio moyen a désormais atteint son plus haut niveau de ces dernières années à près de 30%.

Selon nous, les agios des fonds ne devraient baisser que lentement. Le niveau record des taux d'intérêt devrait donner plus de marge de manœuvre pour la baisse des taux de capitalisation utilisés dans les modèles de valorisation des immeubles. Les valeurs d'inventaires devraient être corrigées à la hausse en 2015 et réduire d'autant les agios.

L'environnement économique suisse n'est pas si négatif pour la croissance du PIB en 2015 (voir analyse hebdomadaire du 4 mars), malgré le choc de l'abandon du taux plancher et les craintes d'une baisse de l'immigration suite à la votation « contre l'immigration de masse ».

Le taux de vacance semble au plus haut depuis 2001 pour les **logements locatifs**, mais cela ne suffit pas à détendre le marché, la pression diminue sur les loyers, mais nous estimons que le niveau des loyers n'a que peu de risque de s'effondrer malgré une hausse de la construction.

En ce qui concerne les **surfaces commerciales de bureaux**, l'offre excédentaire s'est constituée dans des régions spécifiques ou la demande des secteurs bancaires, assurance et conseil s'est essouffée. La production semble parallèlement avoir atteint son sommet. La situation est un peu différente pour le marché des **surfaces de vente**, qui n'a pas connu la même progression de l'offre, les projets en phase de planification étant désormais peu nombreux et l'activité au plus bas depuis 1995.

Les perspectives pour les **logements en propriété** sont stables en raison d'une diminution régulière de la production de logements, qui devrait être en 2015 au plus bas depuis 2001, pour s'ajuster à la baisse de la demande.

Conclusion

En 2015, les placements immobiliers suisses profitent de circonstances exceptionnellement favorables. Les taux d'intérêt devraient rester bas et le différentiel de rendement continuera de soutenir l'arbitrage des placements obligataires vers l'immobilier en cours.

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
Rue Sigismund Thalberg no 2
1201 Genève - Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch