



Toujours surpondérer l'immobilier suisse en 2016

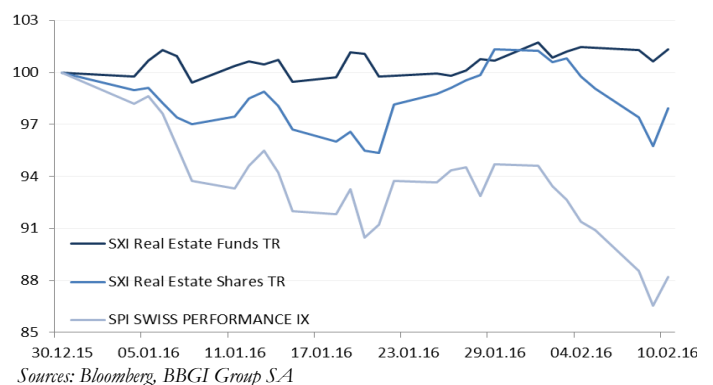
La correction des agios, des primes de risque confortables et un rendement de près de 3% soutiennent l'arbitrage de positions obligataires sur des placements immobiliers titrisés.

Points clés

- L'immobilier titrisé suisse ne cède pas à la panique et profite du retour des incertitudes
- L'arbitrage des obligations sur des placements immobiliers reste d'actualité
- Privilégier les fonds aux autres formes de placements
- Rendement du dividende élevé de 2.8%, à peine inférieur à la moyenne à long terme (3%)
- Le rendement immobilier ne s'est pas encore ajusté à la baisse des taux d'intérêt
- Baisse significative des agios de 36% à 21%
- Prime de risque historiquement élevée : 3%
- Le différentiel de rendement continuera de soutenir l'arbitrage en cours des placements obligataires vers l'immobilier

L'indice des fonds immobiliers suisses (SXI Real Estate Funds Total Return Index), parvenait même à enregistrer une petite progression de +0.9% au 10 février, tandis que les sociétés immobilières limitaient leur baisse à -1.9% (SXI Real Estate Shares Total Return Index) dans ce contexte global difficile.

Fonds immobiliers et sociétés immobilières suisses

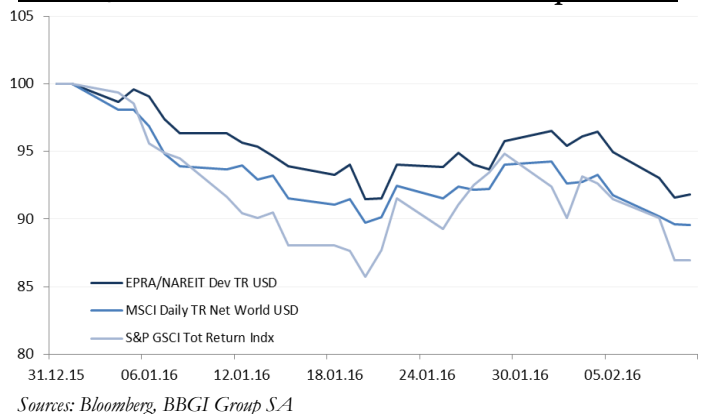


L'immobilier indirect suisse ne cède pas à la panique et profite même du retour des incertitudes

Les investissements immobiliers cotés en Suisse n'ont pas cédé à la panique générale initialement engendrée par la baisse du yuan et des actions chinoises en début d'année. Ils ont aussi résisté ensuite à la chute des cours du brut et à l'augmentation des risques de défaut et de crédit pénalisant le secteur bancaire et qui ont très largement affecté les actifs « risqués » et certains marchés immobiliers internationaux. En effet, alors que les marchés actions réagissaient négativement à ces facteurs externes en abandonnant plus de -10% aux Etats-Unis, -13% en Europe, -15% au Japon et -12% en Suisse, les fonds de placements immobiliers suisses et les sociétés immobilières cotées en bourse suisse tiraient plutôt bien leur épingle du jeu.

En comparaison internationale, l'immobilier suisse semble donc avoir résisté à la panique en étant relativement mieux immunisé face aux facteurs de risques globaux que la plupart des REITs en baisse de -8.4% en dollars sur la période (FTSE EPRA Nareit Developed Total Return Index).

REITS/actions internationales & matières premières



Si cela peut sembler évident que le marché immobilier suisse reste essentiellement affecté par des facteurs domestiques, comme la plupart des marchés immobiliers finalement, il n'est toutefois pas systématiquement immunisé face à l'évolution de l'aversion des investisseurs au risque, même lorsque celui-ci est lié à des facteurs exogènes, et subit également la compétition d'autres formes de placement. Au cours des dernières semaines, les risques de contagion du ralentissement économique en Chine n'ont ainsi pas eu d'effet significatif sur ce segment, alors que les marchés immobiliers titrisés aux Etats-Unis, en Europe et dans d'autres régions ont pourtant subi des dégagements significatifs.

Si les risques de ralentissement conjoncturels internationaux devaient pourtant se matérialiser, les politiques monétaires deviendraient certainement plus accommodantes encore. De nouveaux déclinés de taux d'intérêt subséquents ne manqueraient pas de soutenir les placements immobiliers cotés, bien que la marge de manœuvre soit pourtant de plus en plus réduite en Europe et en Suisse en particulier.

L'immobilier suisse conserve tout son attrait en ce début d'année 2016

Ces dernières semaines, le marché immobilier suisse a certainement aussi bénéficié d'une progression de la demande pour des placements plus sûrs dans un contexte de hausse des primes de risques à court terme.

Ce phénomène ne nous semble pourtant pas durable, car la chute des marchés actions en particulier a déjà probablement corrigé les éventuels excès de valorisation dans certaines régions. Par ailleurs, les mouvements de marché récents reflètent une appréciation des risques de la situation conjoncturelle mondiale qui nous semble excessivement pessimiste. Une nouvelle récession dans les prochains mois aux Etats-Unis ne nous paraît ainsi pas très probable et les effets sur la dynamique économique mondiale d'un affaiblissement attendu de la croissance chinoise nous semblent aussi exagérés. Nous estimons par conséquent que la hausse des primes de risque et des incertitudes approche d'un point d'inflexion. Une stabilisation des cours du brut est toutefois indispensable pour permettre un changement de perception des risques.

Dans ce contexte, l'absence de rendement sur tous les segments du marché obligataire au sens large en francs suisses a certainement aussi joué un rôle dans la préférence des investisseurs pour détenir de l'immobilier de rendement en Suisse. Ce facteur n'est pas près de disparaître et soutiendra encore en 2016 l'intérêt d'une diversification dans des placements immobiliers titrisés.

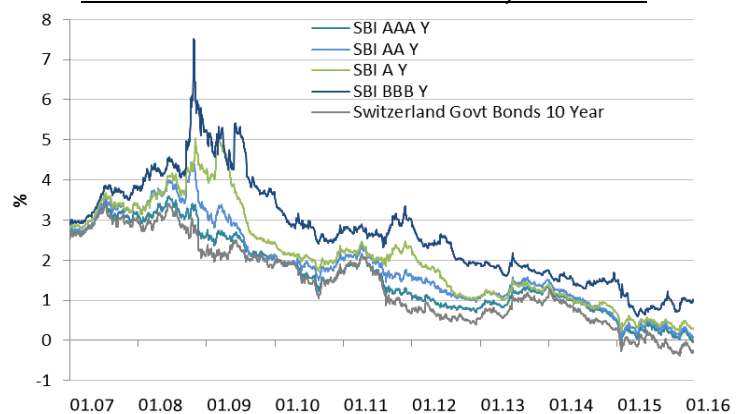
À titre de comparaison, le marché obligataire suisse coté « investment grade », tel que représenté dans l'indice de la bourse suisse SBI AAA-BBB « Total Return », est d'environ 500 milliards de francs. L'immobilier titrisé suisse représente ainsi moins de 10% du marché obligataire suisse coté de qualité.

L'arbitrage des allocations obligataires vers l'immobilier reste d'actualité

La chute des rendements obligataires en janvier 2015 et le passage en taux négatifs sur presque toute la courbe des taux en francs suisses de débiteurs de qualité avaient déjà poussé les investisseurs à opérer un arbitrage entre obligations et placements immobiliers au 1^{er} trimestre. La hausse rapide de près de +10% des fonds de placement immobiliers avait alors subitement provoqué une hausse des agios des fonds. Cette situation a temporairement réduit l'intérêt pour les fonds immobiliers, malgré un rendement toujours élevé. Mais la tendance haussière s'est ensuite réinstallée pour permettre une hausse de +4.17% sur l'année et de +0.9% en début d'année 2016.

De leur côté, les sociétés immobilières cotées ont aussi terminé l'année sur un résultat positif (+10.17%) et montrent une meilleure résistance (-1.9%) que les valeurs du SPI (-12%) en ce début 2016. La volatilité des marchés actions n'a pas été sans influence sur celle des placements immobiliers, mais ceux-ci ont tout de même profité des incertitudes récentes. Ils bénéficieront aussi encore un temps d'une situation exceptionnelle sur le front des taux longs.

Rendements Confédération 10 ans, AAA-BBB



Sources: Bloomberg, BBGI Group S.A

En effet, en ce début d'année, la rechute des rendements obligataires relance très nettement le besoin d'alternatives. Car si le mois de décembre avait vu les taux longs en francs progresser vers le niveau fatidique de zéro pour les obligations à 10 ans de la Confédération et vers 0.1% pour le rendement moyen de l'indice obligataire « investment grade » AAA-BBB, l'incertitude de janvier relançait une phase de baisse rapide. Cette dernière chute

des rendements à des niveaux extrêmes aura permis aux obligations AAA-BBB de réaliser une nouvelle fois une performance totalement inattendue en janvier (+1.72%). La nouvelle faiblesse des rendements de la Confédération et celle de la plupart des segments du marché de taux en Suisse poussera donc très certainement encore un peu plus les investisseurs vers les placements immobiliers dans les prochains mois.

Privilégier les fonds immobiliers

Toutes les formes de placements immobiliers suisses ne présentent cependant pas les avantages souhaités en cette phase avancée du cycle.

Les **fondations d'investissement immobilières** sont souvent fermées et ne souhaitent d'ailleurs souvent pas accueillir de nouveaux investissements ou 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, l'absence d'opportunités réelles, la lenteur du processus et l'horizon-temps ne correspond pas toujours à l'objectif poursuivi. Les **sociétés immobilières** ont été recherchées, comme le suggère l'évolution des cours et plus encore, celle des volumes de transactions. Mais ce marché reste étroit et limité à quelques rares opportunités offrant une diversification réduite. Les risques de moins-value en cas de retournement de l'intérêt des investisseurs sont donc significatifs.

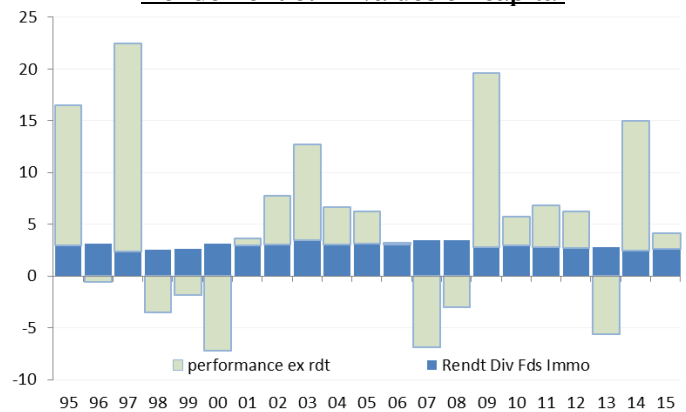
Du côté des **fonds de placement immobiliers**, le marché paraît plus large et semble permettre une marge de manœuvre supérieure. Mais il faut relever que la taille de ce marché reste étroite et représente moins de 10% du marché obligataire suisse de qualité « investment grade », ce qui finalement constitue un facteur positif dans le contexte actuel. D'un point de vue tactique, l'utilisation des fonds de placement immobiliers pour mettre en œuvre une politique opportuniste semble donc la seule option réaliste encore en 2016.

Décomposition de la performance historique entre rendement et plus-value

Au cours des vingt dernières années, le nombre de fonds de placements immobiliers existants a plus que doublé et offre désormais une diversification supérieure. Entre 1995 et 2016, la performance « total return » des fonds immobiliers a été d'environ +6.1%. 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.

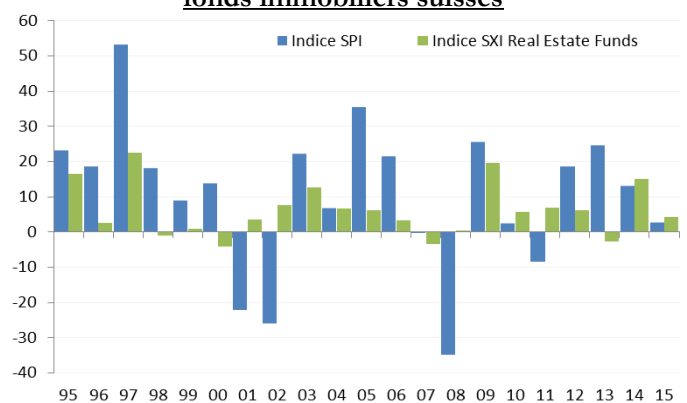
Performances annuelles des fonds immobiliers Rendement et +/- values en capital



Sources: BBGI Group SA

On observe que sur les six périodes de moins-value boursière, 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 placements immobiliers, 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



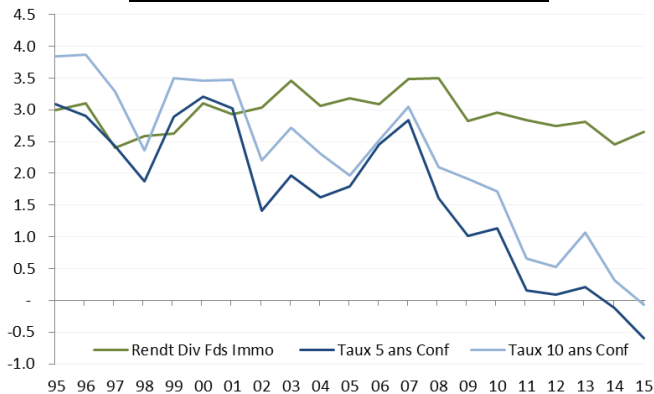
Sources: BBGI Group SA

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



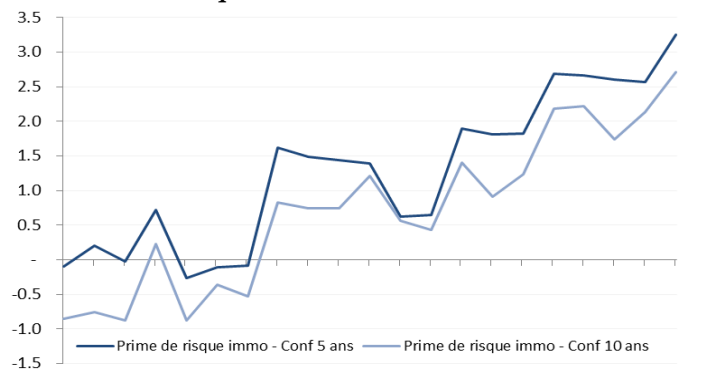
Sources: BBGI Group SA

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 -0.3%, le rendement moyen du dividende fléchissait à peine de 3.5% à 2.8% pour les fonds de placement. De leur côté, les sociétés immobilières cotées offrent aujourd'hui encore un rendement du dividende d'environ 3.5%. 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. 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.

Primes de risque de l'immobilier suisse 1995-2015



Sources: BBGI Group SA

La correction des agios est significative

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 immobiliers 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. L'introduction de mesures contraignantes pour le financement immobilier 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 avait atteint son plus haut niveau de ces dernières années à 36% au 30 avril 2015 suite à la forte progression de la demande après la décision de la BNS d'introduire des taux d'intérêt négatifs le 15 janvier. L'agio moyen a progressivement été réduit à 21% au 31 décembre 2015.

Conclusion

En 2016, les placements immobiliers suisses profitent de circonstances toujours 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 Sigismond Thalberg no 2
1201 Genève -Suisse
T: +41225959611 F: +41225959612
info@bbgi.ch - www.bbgi.ch