

Conséquences du Covid-19 pour les investisseurs immobiliers

Analyses et recommandations du Risk Management Group suite à la pandémie de coronavirus

Document préparé le 06.04.2020

Avant-Propos

La crise du *Covid-19* va impacter l'économie, son fonctionnement, les politiques gouvernementales, le comportement des particuliers, investisseurs ou entreprises.

Dans cette note nous tentons d'identifier les conséquences probables qu'elle aura sur le secteur immobilier ; l'objectif étant d'anticiper leurs impacts à court et moyen terme sur les financements hypothécaire en Suisse.

Nous avons isolé trois principaux domaines de risque :

Les taux d'intérêt :

- L'excès de demande de crédit provoque une hausse des taux d'intérêt, en particulier sur les taux à long terme ;
- Les interventions monétaires des banques centrales et les politiques de relance des états raniment l'inflation à moyen terme, menant à une hausse des taux d'intérêt.
- La dégradation de la qualité des débiteurs provoque une hausse des marges de crédit ;

Pratiques des prêteurs :

- Le durcissement des réglementations force les prêteurs à adapter leurs politiques de financement pour privilégier les crédits les moins risqués, les taux d'avance les plus faibles et les amortissements obligatoires ;
- L'intérêt des assurances, caisses de pensions et investisseurs financiers pour les prêts hypothécaires, actifs illiquides, diminue en faveur d'actifs plus liquides. La compétition réduite mène à une offre moins diversifiée et des conditions moins favorables pour les emprunteurs.

Marché immobilier :

- Les revenus locatifs baissent et restent sous pression ;
- Les valorisations immobilières diminuent suite à des hausses de taux d'intérêt et à une perception accrue de risques sectoriels ;
- Les enjeux sociétaux sont davantage politisés et résultent dans des réglementations moins favorables aux propriétaires immobiliers.

Ces différents scénarios devraient encourager les emprunteurs immobiliers à revoir leurs portefeuilles d'investissements et de financements avec pour objectifs de :

- Sécuriser les ressources de financements de façon durable et pérenne ;
- Réduire les charges financières pour faire face à des baisses de revenus ;
- Optimiser les taux d'avance dans le cadre d'une politique prudente.

Dans les pages qui suivent, nous mettons à votre disposition une analyse détaillée et concluons par une liste de recommandations que nous compléterons au fur et à mesure de l'évolution des conditions de marchés et des décisions prises par les prêteurs.

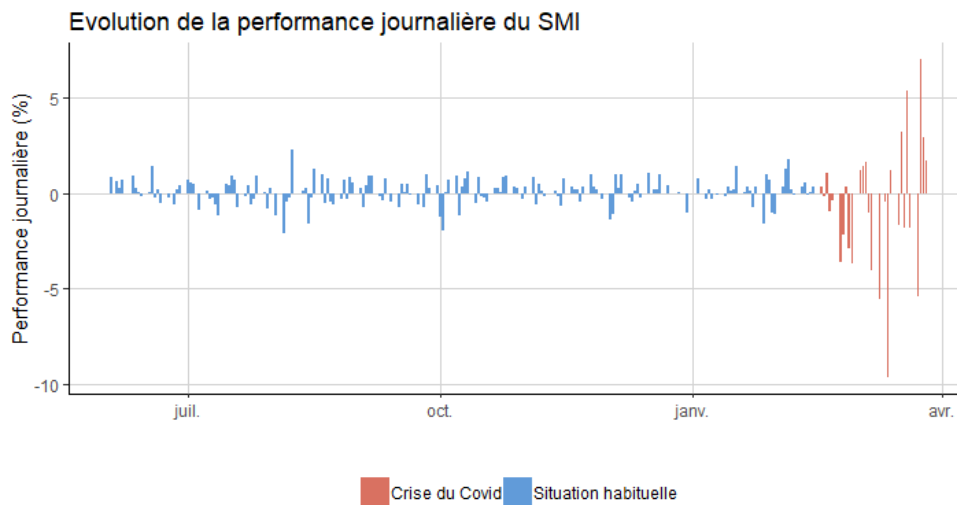
Table des matières

Contexte et réponse des Banques Centrales	4
Composantes des coûts hypothécaires	6
<i>Les taux interbancaires.....</i>	<i>6</i>
<i>Les marges de crédit.....</i>	<i>7</i>
<i>La pente des courbes de taux.....</i>	<i>8</i>
Changement des pratiques hypothécaires	9
Conséquences sur le marché immobilier.....	11
Conclusions	13
Recommandations	14

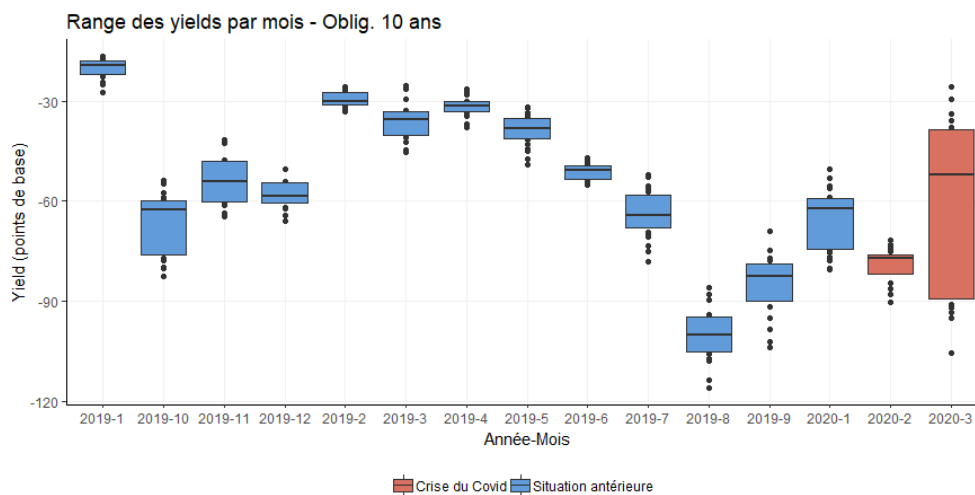
Contexte et réponse des Banques Centrales

Pour comprendre les répercussions du Covid-19 sur les investisseurs immobiliers, il est important de bien saisir la réaction des marchés financiers et la crise de liquidité qu'elle a générée. En effet, les taux hypothécaires, tout comme la valorisation des biens immobiliers et les pratiques hypothécaires, sont fortement corrélés aux marchés financiers et résultent des conditions observées sur les marchés de crédit.

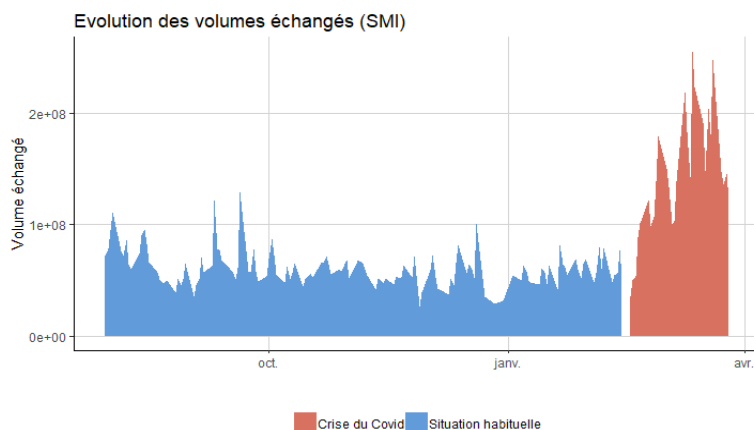
La réponse des marchés financiers au virus et aux mesures de confinement a été brutale et l'ensemble des indices boursiers s'est effondré. A titre d'exemple, le graphique ci-dessous illustre les gains et pertes journalières du *Swiss Market Index* (« SMI ») depuis le 1^{er} juin 2019 ; les mouvements journaliers ont représenté jusqu'à 10% en un jour et la volatilité a atteint des niveaux records.



Le marché obligataire a subi les mêmes revers comme en témoigne la variation de rendement des obligations souveraines suisses à 10 ans au mois de mars.



Nombres d'investisseurs, par anticipation (besoins de liquidités futures, recherche d'une marge de manœuvre ou crainte de détérioration continue de la situation) ou par nécessité (appels de marge), se sont trouvés dans la position de vendeurs. Des actifs de toutes classes ont été mis en vente, en commençant par les plus liquides et les moins affectés par les chutes boursières créant une crise de liquidité. Le graphique ci-dessous illustre l'augmentation du volume des transactions du SMI.



Ce manque de liquidité est en partie responsable du récent mouvement haussier des taux, les prêteurs exigeant une plus grande rémunération dans un climat d'incertitude et d'augmentation des risques de défaut.

Dans ce contexte, les banques centrales ont signalé leur forte volonté de garantir la liquidité du système financier. Ainsi, les Banques Centrales Américaine (« FED ») et Européenne (« BCE ») ont lancé d'importants programmes visant à relâcher la pression sur le système financier en permettant aux banques centrales de se porter acquéreuses d'obligations. De nouvelles mesures permettent également aux banques d'utiliser leur bilan plus facilement pour prêter à l'économie ont été prises.

Une mission cruciale des banques centrales consistera à garder des taux d'intérêt bas pour permette aux états de s'endetter à moindres coûts et soutenir leur économie. Les actions des banques centrales – et leur crédibilité – définiront en grande partie l'évolution des taux d'intérêt. Il est cependant probable que cette politique interventionniste nourrisse simultanément la crainte d'une reprise à moyen terme de l'inflation et une perte de confiance envers des emprunteurs étatiques surendettés.

- **Le contexte incertain et l'arrêt d'une partie de l'économie réelle a fait chuter les bourses. La vente massive de toutes les classes d'actifs a fait monter les taux.**
- **Les banques centrales interviennent pour garder les taux bas, notamment grâce au *Quantitative Easing*, faisant craindre un retour de l'inflation à moyen terme.**
- **Les états créent la peur d'une contagion financière : en s'endettant pour soutenir leur économie ils suscitent des doutes sur leur qualité de débiteur.**

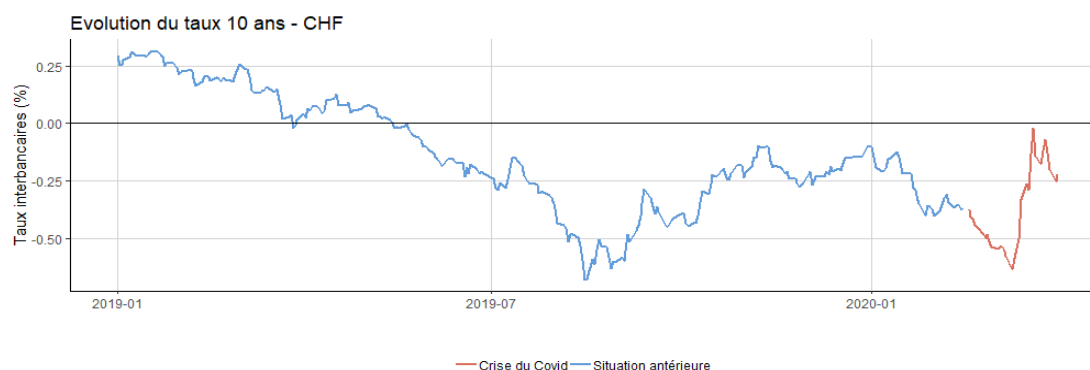
Composantes des coûts hypothécaires

Les taux des prêts hypothécaires sont influencés par trois principaux facteurs : les taux d'intérêt interbancaires, la marge de crédit applicable au profil du débiteur et le différentiel entre les taux à court et long terme. Ces trois éléments subissent de violentes secousses.

Les taux interbancaires

En réponse aux événements de marché et en conséquence du manque de liquidités, les taux interbancaires (taux *swaps*) ont significativement augmenté depuis les annonces de confinements.

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution du taux interbancaire suisse à 10 ans depuis le 1^{er} janvier 2019.



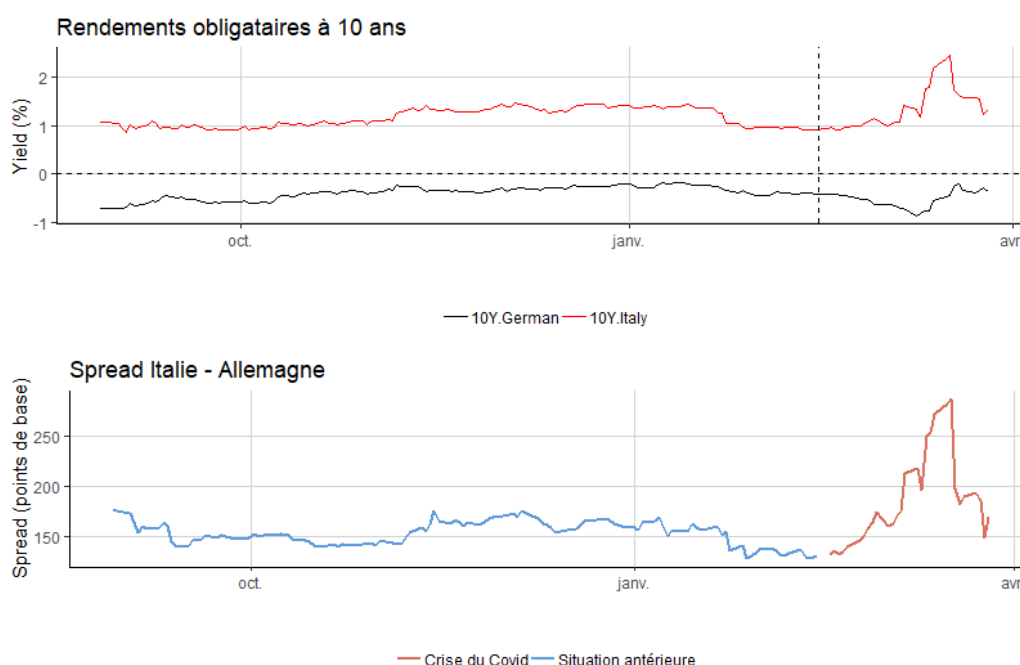
Cette augmentation des taux interbancaires, dès le mois de mars, peut s'expliquer en grande partie par deux facteurs :

- **La hausse de la demande de crédit** : les taux d'intérêts sont fonction de l'offre et de la demande. Le système économique, en cette période de ralentissement et de crise des liquidités, emprunte pour faire face à ses obligations financières. De plus, le manque des liquidités pousse les prêteurs à demander une plus grande rémunération – donc des taux d'intérêts plus élevés – en contrepartie. L'augmentation de cette demande entraîne une hausse des taux d'intérêts.
- **L'anticipation et/ou la crainte d'une reprise de l'inflation** : les plans d'aide gouvernementaux représentent entre 6.00% et 12.00% du PNB selon le pays et seront financés en partie par de la dette nouvelle. De tels programmes de soutien économique, ainsi que les interventions monétaires massives des banques centrales via leurs programmes *d'Asset Purchases*, vont injecter massivement de l'argent dans le système économique. Cette situation crée un risque d'inflation ; une anticipation d'inflation entraîne avec elle une hausse des taux d'intérêt.

Les marges de crédit

Les volumes de dettes que vont devoir contracter les états et le système économique dans son ensemble déprécient la qualité de débiteur et augmentent la perception du risque débiteur. La probabilité de défaut d'un emprunteur est reflétée dans l'augmentation des taux et répercutée directement sur la marge de crédit.

Le graphique ci-dessous montre l'évolution des rendements de l'Allemagne, référence des débiteurs étatiques européens, et de l'Italie, déjà très endettée et durement frappée par la pandémie.



Il ressort clairement que, si les taux ont augmenté dans les deux pays, les taux italiens ont augmenté davantage et plus rapidement qu'en Allemagne. En effet, alors que le *spread* oscillait aux alentours de 150 points de base, il est monté jusqu'à 270 points de base durant la crise du Covid-19.

Cette évolution reflète la propension des situations de crise à impacter davantage les mauvais débiteurs.

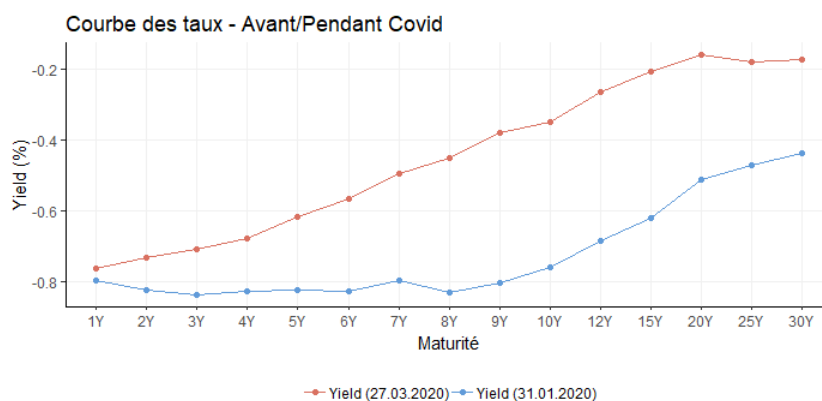
En plus de faire payer davantage des débiteurs plus risqués, la hausse de ces taux représente un autre enjeu important : les obligations souveraines, considérées sans risques, sont à la base de la valorisation de nombreux autres instruments financiers. Les prêts hypothécaires font notamment partie des instruments qui verront leurs taux augmenter si les rendements obligataires continuent de croître, créant ainsi un effet de contagion.

Toutefois, malgré la hausse récente des taux, ceux-ci restent historiquement bas et sont actuellement à leur niveau du début d'année. L'évolution prochaine des taux dépendra notamment de la capacité des banques centrales à maintenir une

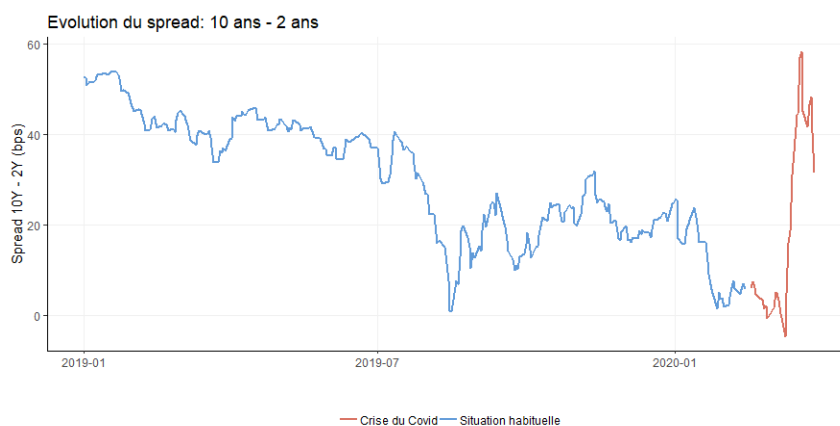
forte liquidité dans les marchés. Les taux pourraient bien baisser dans un premier temps, puis voir les taux à long terme augmenter lorsque les investisseurs réaliseront l'importance des nouveaux engagements pris par les états.

La pente des courbes de taux

Corolaire du mouvement haussier des taux à long terme, la courbe des taux a vu sa pente, c'est-à-dire l'écart entre les taux à court et long terme, augmenter, en particulier sur les maturités entre 1 et 10 ans. Alors que la courbe était encore plate fin janvier, l'écart entre le taux 10 ans et 5 ans est par exemple monté de 20 points de base fin mars.



Une courbe plus raide signifie que les taux à long terme ont augmenté plus rapidement et fortement que les taux à court-terme. Le graphique ci-dessous illustre l'écart entre les rendements à 10 ans contre ceux à 2 ans des obligations souveraines suisses.



- **La hausse des taux reflète une forte augmentation de la demande de crédit et une peur de reprise de l'inflation à moyen terme ; les coûts hypothécaires augmentent.**
- **La hausse des risques de défaut provoque une augmentation de la marge de crédit.**
- **Le coût des ressources et des conditions de financements à long terme augmente.**

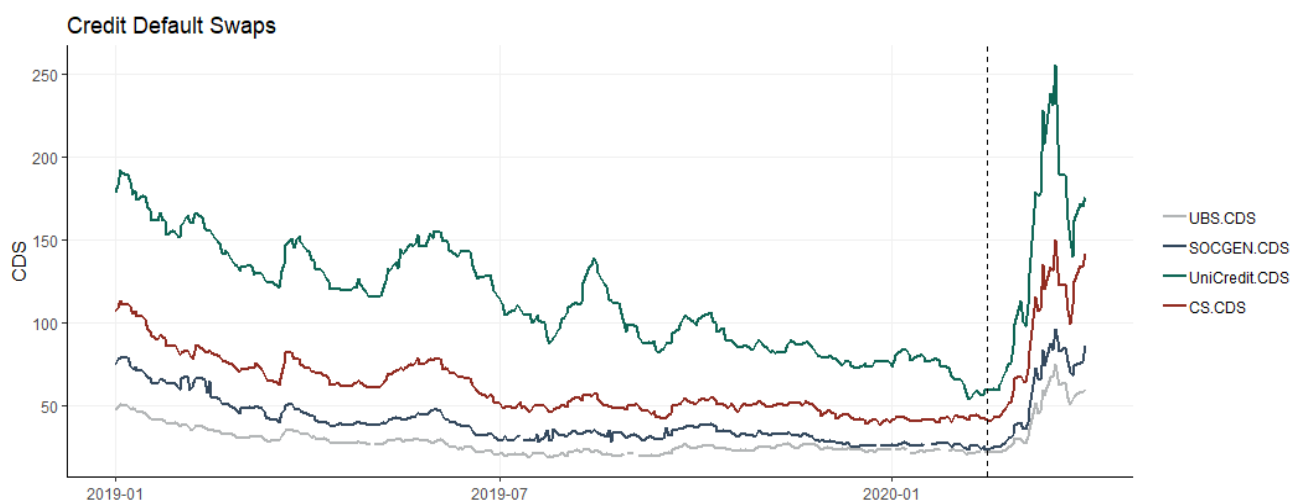
Changement des pratiques hypothécaires

Compte tenu du contexte, des politiques gouvernementales et des mouvements des marchés financiers, les prêteurs sont susceptibles de vouloir ou devoir modifier leurs pratiques en matière de financements hypothécaires.

Les prêteurs seront en effet confrontés à un environnement économique plus incertain, ce qui les invitera à une plus grande prudence et à une augmentation de leurs attentes de rémunération. Leurs politiques de gestion de risque seront également plus draconiennes et les écarts de conditions applicables entre des dossiers de profils différents vont donc aller en s'accroissant.

Un bon indicateur du niveau de risque au sein du système économique est le niveau des *Credit Default Swaps* (« CDS »). Les CDS permettent, en échange de paiements réguliers, de se couvrir contre le risque de défaut d'un emprunteur. Le coût d'un CDS peut donc être interprété comme une prime d'assurance contre le risque de défaut.

Le graphique ci-dessous illustre la valeur des CDS pour certaines grandes banques européennes (UBS, Société Générale, UniCredit et Crédit Suisse). Après être globalement descendu depuis le début 2019, le coût des CDS est remonté brusquement dès le mois de mars 2020.



De la même manière que pour les obligations souveraines, l'augmentation des CDS est plus importante pour les emprunteurs qui étaient originellement de moins bonne qualité.

Par exemple, le CDS d'UniCredit (en vert), la première banque italienne, a augmenté d'environ 100 points de base, alors que la hausse n'a été que d'environ 40 points de base pour UBS (en gris).

L'augmentation des risques au sein du système économique et financier se traduira par une évolution prudentielle des pratiques hypothécaires :

1. **Instructions gouvernementales et réglementaires** : les autorités de régulation financière – responsables de la stabilité et de la sécurité du système financier – pourront exiger que les institutions financières réduisent leur exposition au risque et limitent l'effet de levier ou privilégient des domaines jugés socialement prioritaires.
2. **Réduction des capacités de financements** : la perte de valeur des actifs détenus par les prêteurs aura une incidence majeure sur leur bilan et par conséquent sur l'allocation des hypothèques et leur disponibilité. Par exemple, un prêteur dont les actifs s'élèvent à 100 millions est autorisé par son conseil d'administration à allouer 10% des actifs sous forme d'hypothèques, soit CHF 10 millions. A la suite des chutes boursières, la valeur totale des actifs a diminué. Par conséquent, le montant alloué aux hypothèques s'est également réduit.
3. **Augmentation de la marge de crédit** : en marge des mécaniques de marché évoquées précédemment, qui ont provoqué des hausses de taux d'intérêt, les prêteurs demanderont également une compensation supplémentaire en raison des risques de défauts liés à la conjoncture économique. Dans les faits, cela se traduirait par une augmentation de la marge de crédit retenue et donc du taux hypothécaire.
4. **Augmentation des contraintes d'amortissements** : en période d'incertitudes, les prêteurs seront poussés à limiter les taux d'avance des biens financés. Il ne devrait, dès lors, pas être surprenant de constater des demandes d'amortissements plus importantes afin de réduire la dette hypothécaire plus rapidement.

- En réponse au climat général incertain, les prêteurs adapteront leur politique hypothécaire.
- Les pratiques seront influencées tant par les consignes internes que par les autorités de régulation.
- L'attention au profil de risque spécifique à chaque dossier augmentera, tout comme les coûts de financements de biens considérés plus risqués.
- Les chutes boursières diminuent les ressources hypothécaires disponibles, en particulier à long terme, où les prêteurs pourraient préférer des placements plus liquides.

Conséquences sur le marché immobilier

Comme tous les secteurs de l'économie, l'immobilier sera affecté par les conséquences du Covid-19. En particulier, deux facteurs influenceront majoritairement les rendements à court terme de l'immobilier.

Alors que les revenus locatifs seront fonction de l'activité économique réelle, la valorisation des immeubles sera quant à elle sujette aux variations de marché, à la fois de l'offre et la demande, mais également des taux d'intérêt en vigueur.

Impact sur les revenus locatifs

Le ralentissement actuel de l'économie va impacter la capacité des locataires à payer leurs loyers et impliquera probablement une perte ponctuelle de revenus pour les propriétaires immobiliers. Cette perte sera plus marquée pour l'immobilier de bureaux et de surfaces commerciales que pour le secteur résidentiel, en raison de leur corrélation supérieure avec la conjoncture.

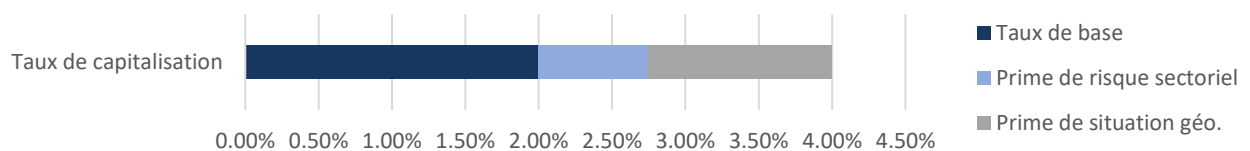
D'un point de vue politique, il est probable que la crise entraîne des mesures pour protéger le pouvoir d'achat des classes inférieures et moyennes. Cela pourrait par exemple prendre la forme de blocage des loyers.

Impact sur la valorisation des biens immobiliers

Une hausse prolongée des taux et des primes de risque aurait elle-aussi un effet négatif sur l'estimation des biens immobiliers. En effet, la méthode par capitalisation, très majoritairement retenue au moment d'estimer les immeubles de rendement, dépend fortement des conditions économiques, des taux d'intérêt et du profil de risque immobilier.

Ainsi, si les taux de capitalisation, reflet des taux interbancaires et des primes de risques, augmentent, la valeur immobilière s'en trouvera réduite. En sus, avec l'évolution des modes de travail, de déplacement et de consommation, certains secteurs commerciaux seront probablement considérés comme plus risqués et, par conséquent, verront leur valeur diminuer davantage.

Exemple de taux de capitalisation



Le figure ci-dessus illustre la décomposition d'un taux de capitalisation. Si le taux de base, influencé par les taux de marché et les risques économiques, augmente, le taux de capitalisation en fera de même.

De plus, il est également possible qu'à court-terme, et tant que l'horizon demeure incertain, la demande de biens immobiliers ralentisse et que les investisseurs retardent leurs décisions d'achat, poussant les prix vers le bas.

Certains acheteurs, tels que fonds de pensions, assurances ou gestionnaires de fortune ont fortement investis dans le secteur immobilier ces dernières années et pourraient se trouver surinvestis dans ce domaine compte tenu de la baisse de valeur des autres classes actifs. Ils pourraient également se trouver à devoir privilégier des actifs plus liquides pour faire face à des contraintes de rentes ou des désinvestissements. La baisse de la demande pourrait engendrer une baisse, en tout cas temporaire, des prix.

- **Les rendements immobiliers pourraient diminuer suite à des baisses de revenus locatifs.**
- **La valeur des biens immobiliers devrait diminuer suite à une hausse de taux de capitalisation et à une baisse de la demande. C'est particulièrement vrai pour les biens immobiliers plus risqués, comme les bureaux et les surfaces commerciales.**
- **L'immobilier demeurera toutefois un secteur attractif – les rendements d'obligations de risques similaires demeurent moins rémunératrices et la demande résidentielle devrait rester forte.**

Conclusions

La réaction des marchés au coronavirus a été impressionnante, et les développements futurs sont encore difficiles à prédire. Ils dépendront notamment de la capacité des banques centrales à calmer les marchés financiers en assurant un niveau de liquidité suffisant, et de celle des gouvernements à supporter leurs économies pour les relancer le plus rapidement possible.

Malgré les mouvements impressionnants des taux d'intérêts, il convient de prendre un peu de recul. En effet, les taux sont retournés à leur situation de l'été 2019 ; malgré leur récente hausse, ils demeurent négatifs sur toutes les maturités.

Le climat d'incertitude et de risques plus élevés modifieront vraisemblablement les pratiques hypothécaires. Ces changements sont susceptibles d'augmenter les coûts de financement de manière durable, tout comme de rendre l'accès aux ressources plus compliqué.

Enfin, le marché immobilier, bien qu'impacté, devrait rester un secteur d'investissement attractif. C'est particulièrement vrai pour l'immobilier de rendement locatif, pour lequel la demande restera forte. Les biens immobiliers comprenant des bureaux et des surfaces commerciales seront plus impactés par la crise et verront sans doute leur valeur diminuer tant que la situation économique ne sera pas rétablie.

Recommandations

A la lumière des éléments présentés, The Risk Management Group préconise de passer en revue l'ensemble des profils actifs/passifs d'investissements immobiliers et d'adopter une politique de gestion des financements proactive privilégiant les facteurs suivants :

1. Protéger la trésorerie en minimisant les charges liées à la dette

- a. Refinancer les emprunts à des taux plus bas lorsque c'est possible, même lorsque les pénalités sont élevées
- b. S'assurer que la valeur de gage retenue est optimale pour réduire les amortissements obligatoires ou augmenter le montant de prêts dans la limite du 1^{er} rang
- c. Concentrer les emprunts sur un minimum d'immeubles lorsque le taux d'avance le permet pour libérer les gages des immeubles grevés inutilement et conserver de la flexibilité.

2. Sécuriser des ressources à long terme

- a. Établir un échéancier complet des besoins de refinancement pour définir une politique de financement
- b. Anticiper les refinancements dans le cadre d'une politique de gestion proactive
- c. Privilégier les emprunts à long terme (10 à 25 ans) pour les actifs patrimoniaux

3. Diversifier les partenaires

- a. Disposer d'un nombre de partenaires suffisamment large et aux profils différents et complémentaires pour ne pas être exposé à des changements de politique et obtenir des propositions diversifiées.
- b. Privilégier les prêteurs engagés durablement dans l'activité hypothécaire et disposant d'une structure de bilan solide.

4. Préparer avec minutie les dossiers de crédit pour être en mesure de négocier en détail les clauses contractuelles

- a. Disposer d'un dossier de crédit solide et parfaitement documenté
- b. Négocier attentivement les conditions contractuelles
 - i. Résiliations anticipées basées sur des formules claires et si possible exemptes de marges de crédit
 - ii. Résiliations anticipées pouvant donner lieu à des calculs positifs si les taux venaient à remonter
 - iii. Pénalité réduite en cas de vente du bien immobilier
 - iv. Amortissement libre facilité