

# FONDS IMMOBILIERS: L'EMBELLIE VA-T-ELLE SE POURSUIVRE?

**Max Roth**

Conformément à nos attentes, la hausse de l'immobilier helvétique s'est poursuivie après un premier trimestre 2009 déjà flamboyant. Au cours du deuxième trimestre, le secteur commercial a même entamé un mouvement de rattrapage par rapport aux premiers mois de l'année. L'indice SWX Immofonds a finalement crevé le plafond des 215 points atteint en mai 2007, devenant ainsi l'un des rares indices à battre son record de 2007. Cette performance de l'immobilier helvétique est d'autant plus remarquable qu'elle s'inscrit dans une baisse généralisée de l'immobilier international, désormais fort éloigné des niveaux de 2007.



**Max Roth**  
Responsable des investissements à la Banque Cantonale Vaudoise, Lausanne

Une telle situation pourrait être considérée comme une anomalie, mais il n'en est rien : rappelons que l'immobilier suisse dans son ensemble n'a pas connu les excès constatés à l'étranger. La politique de prêts hypothécaires des banques est restée relativement prudente – peut-être les années 90 sont-elles encore gravées dans les mémoires !

Le tableau de la page 59 met en évidence les rendements obtenus sur le marché en général et dans les différents secteurs des fonds immobiliers suisses. Le solde migratoire net continue à surprendre positivement. Il est vrai que les statistiques remontent au sommet du cycle économique. Toutefois, la création de familles va rester positive dans les années à venir alors que l'attrait fiscal relatif de notre pays se renforce. La situation structurelle demeure donc favorable. Il faudrait une dégradation supplémentaire de l'activité économique à l'horizon 2010/2011 pour remettre en cause ce scénario.

Une hausse des prix de l'immobilier s'est enclenchée ces dernières années, dans des proportions toutefois en ligne avec les taux de financement. Quelques exagérations ont été relevées, notamment dans le segment des villas et immeubles

neufs ainsi que dans certaines régions du pays. Toutefois, l'ensemble du marché demeure stable cette année encore.

Il existe un lien étroit entre la valorisation et les rendements futurs d'une classe d'actifs. L'agio par rapport à la valeur nette d'inventaire se situe à 17 %. Cela peut sembler élevé, mais ce niveau doit être mis en relation avec l'indicateur d'évaluation (voir graphique de la page 59) qui, après avoir quitté la barrière de sous-évaluation par le haut à fin 2008/début 2009 (signe annonciateur d'une hausse de l'indice), est rentré dans la zone d'attractivité avec un risque économique neutre.

## **Zone de sous-évaluation atteinte malgré la hausse récente !**

L'explication de ce phénomène réside dans les efforts vigoureux consentis par la Banque Nationale Suisse pour défendre la parité entre le franc et l'euro, ce qui induit de facto une pression à la baisse sur les taux à moyen et long terme de la Confédération. Tant que ce mouvement ne s'accompagne pas d'un retour de l'indicateur de risque économique à un haut niveau, une consolidation marquée du marché des fonds immobiliers est peu probable. Avec un risque économique confiné dans la zone neutre, nous pour-

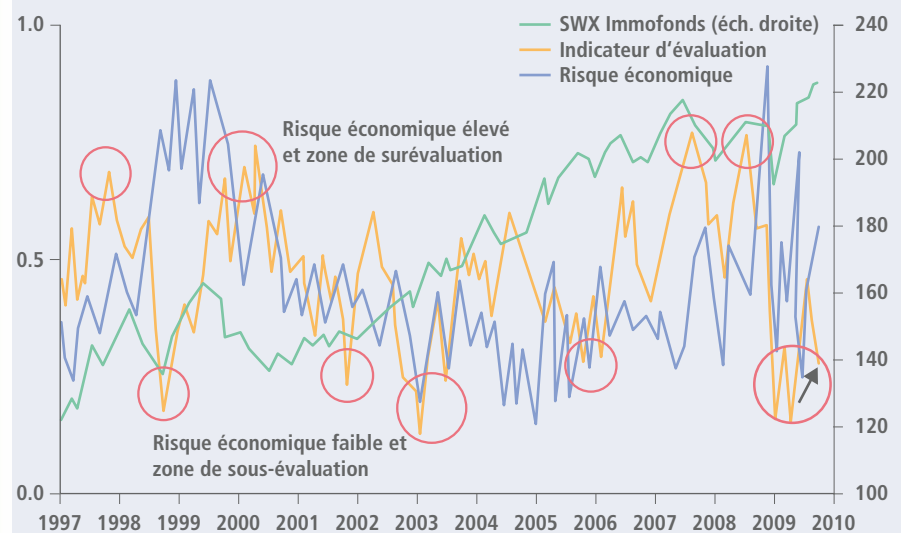
rions même assister à une progression de l'indice. Le fait que nous nous trouvions en zone de sous-évaluation peut aussi indiquer que les investisseurs se posent des questions sur l'évolution du chômage en Suisse et son impact futur sur les loyers et les contentieux. Quoiqu'il en soit, il est rassurant d'observer que cette option est partiellement prise en compte dans les prix.

En ces temps tourmentés, le niveau de risque économique représente un paramètre utile dans le processus décisionnel. Par ailleurs, il est intéressant de constater que la surévaluation des fonds immobiliers dans le passé (cercles rouges) a été annonciatrice soit de récession, soit de crise financière majeure. Les fonds immobiliers sont la première classe d'actifs à bais-

ser et entament souvent leur mouvement de recul plusieurs mois avant les actions. Ils offrent en revanche une bonne protection du capital au début d'une phase de récession, à une exception près : en cas de crise systémique, la quasi-totalité des classes d'actifs sont corrélées à la baisse.

L'immobilier indirect a de nouveau démontré toute sa raison d'être et sa présence en tant que classe d'actifs dans une allocation stratégique fait toujours sens.

### Risque économique et évaluation



Source: Bloomberg

### Rendements obtenus sur le marché et les secteurs des fonds immobiliers suisses

Performance	2008	1 <sup>er</sup> trimestre 2009	1 <sup>er</sup> semestre 2009	Agio au 31.07.2009
Indice	0,53 %	5,32 %	9,87 %	17,00 %
Résidentiel	4,10 %	7,90 %	10,90 %	21,60 %
Mixte	1,00 %	6,60 %	11,10 %	18,90 %
Commercial	- 4,60 %	0,30 %	8,40 %	8,50 %