

Immobilier à l'étranger

Des évaluations incertaines, une liquidité restreinte

La pandémie du coronavirus a fait chuter non seulement les actions en mars, mais aussi les fonds immobiliers cotés en bourse. Comment les investisseurs doivent-ils se comporter dans une telle situation et quelle influence peut-on attendre sur les investissements non cotés?

Quelles sont les perspectives de l'immobilier étranger pour les caisses de pensions suisses?

La peur d'une pandémie et les mesures de confinement dans le monde entier ont provoqué une chute des marchés boursiers de près de 40% vers la fin mars 2020, et même de près de 50% pour certaines sociétés immobilières cotées en bourse. Pour les investissements immobiliers privés dans des fonds «core» ouverts, il y avait un grand besoin de discuter de l'impact sur la valeur des biens immobiliers au premier trimestre 2020 (T1). Comme la plupart des évaluations avaient déjà eu lieu à début mars, elles ne reflétaient pas encore l'influence de Covid-19.

Comment tenir compte de l'incertitude?

Même aujourd'hui, on n'a pas encore pu prendre toute la mesure des effets de Covid-19. Les associations des professionnels de l'immobilier (telles que les organisations NCREIF, INREV ou ANREV) ont rapidement fourni des plateformes de discussion. Dans les régions Amérique du Nord, Asie et Europe, il a été convenu que les évaluations déjà effectuées allaient être ajustées sous forme d'une note de bas de page «incertitude significative en matière d'évaluation». Les fonds australiens sont même passés immédiatement à un cycle mensuel d'évaluation externe du portefeuille complet, avec une «clause d'incertitude de l'évaluation» également incluse.

L'expérience de Publica

Du fait de son engagement dans douze fonds immobiliers privés de ce type (voir encadré, page 85), Publica s'est relativement vite demandé si une correction de valeur additionnelle était nécessaire. A cette fin, un processus a été défini

au tout début de l'exposition à cette classe d'actifs qui surveille mensuellement les sociétés immobilières régionales cotées en bourse, les taux d'intérêt et d'autres indicateurs économiques et prévoit une discussion avec la direction sur la nécessité d'un ajustement de valeur en cours de trimestre si certains seuils sont dépassés. Car normalement, la plupart des fonds sont évalués à intervalles trimestriels.

Les fonds ont également été contactés à fin mars 2020 en vue de savoir s'il existait déjà des signes de pertes futures. Mais vu que l'on se trouvait pratiquement à la fin d'un trimestre et que l'incertitude était très marquée, il n'a pas été possible de procéder objectivement à un ajustement de valeur significatif. Les évaluateurs s'appuient souvent sur le marché des transactions qui était pratiquement au point mort. L'impact de Covid-19 sur les propriétés était donc difficile à estimer et les ajustements apportés aux fonds se sont concentrés sur des hypothèses concernant la croissance des locations, les taux de vacance et la relocation. Dans le cas de baux à long terme dans un portefeuille «core» diversifié, ces paramètres n'ont qu'un impact très modeste sur la valeur des biens immobiliers. Il n'était tout simplement pas possible de quantifier objectivement un ajustement de valeur supplémentaire à ce moment-là.

Comment faut-il procéder pour les souscriptions et les rachats?

Cet aspect était également de haute importance: puisque les fonds sont ouverts, les souscriptions et les rachats peuvent être effectués sur une base tri-

EN BREF

Les investissements indirects dans l'immobilier à l'étranger doivent actuellement être suivis de près. En particulier, les questions d'égalité de traitement des investisseurs et de liquidité figurent en bonne place à l'ordre du jour.

mestrielle. Si un fonds n'a qu'une idée imprécise des valeurs, il existe un certain risque que les investisseurs entrent ou sortent à des prix «erronés».

Fin mars, les fonds avaient déjà reporté leurs appels de fonds et Publica n'avait donné aucune instruction en la matière. En particulier en cas de correction future de la valeur, il serait désavantageux pour un investisseur à long terme que d'autres investisseurs puissent se retirer lorsque les prix sont trop élevés.

Comme les dates limites de rachat pour la plupart des fonds étaient déjà à la mi-février, c'est-à-dire avant les premiers signes de pandémie, et que les rachats ne portaient que sur des petits montants, la plupart des fonds avaient décidé de procéder aux remboursements au prix «incertain» du premier trimestre. En raison de l'incertitude grandissante au cours du deuxième trimestre et de l'augmentation des demandes de rachat, de nombreux fonds américains ont pris l'initiative depuis de fermer les fonds ou de limiter les rachats. En Europe (à l'exception du Royaume-Uni) et en Asie, on n'observe pas encore cette tendance.

En tant qu'investisseur à long terme, Publica approuve le mécanisme par lequel un fonds peut bloquer les mouvements de fonds pour des raisons matérielles. L'immobilier est intrinsèquement illiquide, ce qui a des conséquences préjudiciables pour le fonds et les investisseurs

s'il est contraint de vendre. Afin de répondre à des demandes de remboursement élevées, il faudrait se défaire de biens avec des remises parfois importantes, ou lever des capitaux tiers supplémentaires. La suspension des mouvements de capitaux permet de concilier au mieux les intérêts des investisseurs sortants, restants et futurs.

Répliquer correctement l'illiquidité

Ce point est d'une grande importance stratégique: les investisseurs devraient être conscients de l'illiquidité de ces investissements et la répliquer correctement dans une étude ALM. Bien que les fonds soient considérés comme ouverts, ils peuvent être fermés par les sociétés de fonds en période d'incertitude. Il existe certes un marché secondaire, mais des réductions y sont possibles. Par conséquent, il est important de s'assurer dans une étude ALM que les autres classes d'actifs disposent de la liquidité nécessaire en cas de crise.

Les douze fonds ont tous fourni des informations transparentes en temps utile – ce qui est important pour que les fonds ne perdent pas la confiance des investisseurs. Au rythme des conférences téléphoniques quotidiennes, des commentaires écrits et des discussions privées, la vue d'ensemble se perd relativement vite. Un outil a permis de comparer les fonds, de tenir les organes constamment informés et de ne pas perdre le cap en ces temps houleux. Pour chaque fonds, les données saisies comprenaient l'évolution actuelle et attendue des prix, les pratiques d'évaluation, les rachats/souscriptions en cours et leur mise en œuvre effective, la liquidité des fonds et leur taux d'endettement, les transactions de détail et les futures transactions de portefeuille.

La diversification reste centrale

Il est évident que certains secteurs tels que l'hôtellerie et le commerce de détail (non alimentaire) sont les plus touchés par la crise. Beaucoup dépendra de la durée du confinement et du déferlement ou non d'une seconde vague entraînant de nouvelles restrictions.

Pour les investisseurs, il est également important de diversifier leurs investissements dans le segment immobilier en s'exposant à toutes les régions et tous

les secteurs. L'immobilier à New York souffre davantage que dans les autres régions américaines, et la situation en Asie s'est améliorée plus tôt qu'en Europe ou en Amérique. Des secteurs tels que la logistique ou le résidentiel contribuent en outre à compenser les pertes dans le secteur hôtelier.

Et les fondations de placement?

Etant donné que la plupart des caisses de pensions suisses n'investissent pas directement dans des fonds immobiliers, mais passent généralement par des fondations de placement ou des fonds faitiers, quelques mots pour conclure au sujet de ces formes de placement. Tout ce qui précède s'applique naturellement aussi aux gestionnaires de fonds de ce type et il convient de veiller à ce qu'une vue d'ensemble des fonds investis sous-jacents soit disponible qui puisse être consultée à tout moment.

En outre, il se pose des questions de valorisation et de liquidité au niveau des véhicules de fonds: est-il possible de procéder trimestriellement à des souscriptions et des rachats et ceux-ci peuvent-ils être effectués à un prix fiable? La liquidité est-elle suffisante? Comment le fonds procède-t-il en cas de demandes de rachat soudaines lorsque ses fonds sous-jacents ont été fermés? Une étude ALM devrait également inclure des hypothèses correctes pour les fonds de fonds, car leur liquidité pourrait être limitée en cas de crise. |

Tobias Marcin

Actions recommandées

Clarifier la nécessité d'une correction de valeur

En cas d'évaluation trimestrielle, il peut être utile de définir un processus permettant de procéder à un ajustement de la valeur à un stade précoce dans les situations de crise.

Entamer la discussion avec le fonds

Outre les canaux officiels des fonds, il est utile de discuter en privé avec la direction du fonds.

Définir des hypothèses correctes pour l'étude ALM

Même les fonds ouverts dans le segment immobilier «core» peuvent se fermer, ce qui rend le placement illiquide. Une étude ALM doit reposer sur des hypothèses adéquates. Il s'agit d'une classe d'actifs avec un horizon de placement à long terme qui ne convient pas aux besoins à court terme ou de liquidité.

Diversifier au niveau des régions et des secteurs

Le fait de n'investir que dans des secteurs ou des régions spécifiques entraîne un risque idiosyncratique. Les investissements doivent délibérément être diversifiés à une vaste échelle.

Vue d'ensemble et information: des outils de gestion précieux

L'information à large échelle et la transparence des fonds devraient être agrégées de manière convenable pour couvrir tous les besoins d'information interne et externe.

Comment Publica investit dans l'immobilier

Suisse

Uniquement placements immobiliers directs.

Etranger

Douze fonds «core» ouverts ont été sélectionnés dans les régions Etats-Unis, Australie, Pan-Asie et Europe. Les placements sont réalisés dans des objets de haute qualité situés dans des endroits de premier choix (core). Publica investit directement dans ces fonds et forme ainsi elle-même un petit fonds de fonds.