

La dette privée immobilière source de performance dans une allocation obligataire



BENJAMIN SCHNEIDER, CFA
R&S Associates SA

PAR RAPPORT AU HIGH YIELD, LE COUPLE RENDEMENT RISQUE PARLE EN FAVEUR DE LA DETTE PRIVÉE IMMOBILIÈRE

Les investisseurs sont confrontés à un univers de taux bas depuis des années. En outre, les conditions macroéconomiques positives ont entraîné un resserrement des spreads de crédit. Les investisseurs, qui depuis trente ans ont toujours connu des performances positives dans les instruments de revenus fixes, sont dépourvus face aux hausses de taux annoncées, à la réduction du bilan de la FED et à la diminution probable des programmes d'achat de la BCE.

Faiblesse des rendements obligataires

Depuis plusieurs années, les banques centrales ont sensiblement baissé les taux directeurs, favorisant une performance continue de l'obligataire. Aujourd'hui, après de longues années de politique monétaire expansionniste, les obligations offrent des rendements atones qui ne rémunèrent pas le risque encouru par l'investisseur. Les taux bas obligent les investisseurs à rechercher des maturités plus longues et une qualité de crédit moindre afin de générer un revenu acceptable.

L'investisseur se retrouve confronté à deux défis majeurs, d'une part la hausse des taux conséquence des nouvelles politiques des banques centrales, et d'autre part une possible dégradation macroéconomique qui pourrait élargir les spreads de crédit.

Face à ce constat, l'investisseur doit trouver des solutions pour pallier les changements de tendances attendus. Une des solutions, dans l'univers des taux, a pour nom la dette privée immobilière, qui propose un rendement élevé avec des gages de sécurité.

La dette privée immobilière

En Europe 20% de l'immobilier est financé par des acteurs non bancaires, alors qu'il y a dix ans à peine, ce niveau était de 5%. Actuellement aux Etats Unis, ce niveau est de 50%. En conséquence directe des nouvelles réglementations bancaires, cette différence tend à se réduire rapidement. Désormais le financement immobilier rentre dans un nouveau paradigme, dans lequel les banques traditionnelles ne sont plus les acteurs privilégiés. De nouveaux entrants se profilent et offrent des solutions flexibles et particulièrement appréciées par les investisseurs immobiliers. Ces nouveaux entrants se structurent sous la forme de fonds de placement fermés. Ces acteurs ont pour stratégie principale d'offrir des prêts «unitranche» pour environ 75% de la valeur du bien immobilier (Loan-to-value «LTV»). Ainsi l'emprunteur n'a pas à gérer des séniorités différentes dans les prêts et fait face à une seule contrepartie. Quant au prêteur, l'absence de compétiteur bancaire permet de négocier un taux d'intérêt intéressant, des «covenants» stricts, c'est-à-dire des clauses restrictives fortes, ainsi qu'une participation au profit à la maturité du projet. Ces prêts sont essentiellement délivrés pour des transactions de type «value-add», c'est-à-dire de transformation et rénovation de biens immobiliers. Le prêteur, qui investit également son propre capital, s'assurera continuellement et avec attention de l'avancement des travaux et du niveau de la LTV.

La dette privée immobilière dans un portefeuille balancé Traditionnellement, un portefeuille diversifié se composait d'une allocation importante dans les obligations. Cette portion de capital allouée aux obligations permettait de fournir le revenu nécessaire aux investisseurs, sans pour autant réduire le capital investi. En outre, en cas de baisse sur les marchés actions, les obligations avaient tendance à rebondir et à couvrir une partie des pertes liées aux marchés actions.

Pour évaluer les actifs de la classe obligataire, il est commun d'analyser certaines variables (cf. tableau). Il est intéressant de comparer celles-ci entre les obligations classiques et la dette privée immobilière.

Les seuls segments obligataires qui pourraient être fortement affectés par des hausses de taux et par des détériorations des conditions économiques. C'est pourquoi le couple rendement risque reste significativement en faveur de la dette privée immobilière.

Pour les gestionnaires de portefeuille, il est facile de réallouer les obligations avec duration longue, pour des investissements en dette privée immobilière. Toutefois, en considérant avec attention la liquidité des portefeuilles car la dette privée immobilière se présente souvent dans des fonds fermés. Les gérants de portefeuilles devront dans

ce cas faire un arbitrage entre la liquidité et la rentabilité attendue, en prenant en compte la diversification globale du risque du portefeuille.

Investisseurs institutionnels

Les avantages intrinsèques de la dette privée immobilière, leurs rendements supérieurs, ainsi que leur complémentarité avec les obligations expliquent le succès croissant de ces investissements auprès des investisseurs institutionnels. En effet, afin de faire face à leur contrainte de revenus pour leurs bénéficiaires, les caisses de pension ont opté pour ces investissements performants. Cette tendance est très répandue en Amérique du nord, ainsi que dans de nombreux pays européens. En Suisse, les caisses de pension sont diversement investies en fonction de leur taille et de la gouvernance de celles-ci. L'accès à ce type d'investissement nécessite des connaissances spécifiques et des accès privilégiés pour investir dans les meilleurs gestionnaires de fonds de dette privée immobilière. Ainsi, il existe des solutions adaptées aux investisseurs qui souhaitent s'exposer en minimisant les coûts liés à la recherche et à la sélection des fonds.

Face aux incertitudes croissantes à venir, l'investisseur doit s'efforcer d'augmenter les sources de revenus dans son portefeuille et investir dans des classes d'actifs innovantes afin de diversifier son portefeuille et réduire le risque global. La dette privée immobilière est sûrement une des solutions à cette problématique actuelle. ■

COMPARAISON ENTRE LES OBLIGATIONS ET LA DETTE PRIVÉE IMMOBILIÈRE

	Obligation	Dette privée immobilière
Coupon	Coupon faible. Spread de crédit comprimé	Coupon élevé de l'ordre de 6 à 8%
Collatéral	Fonction du type d'émission.	Collatéral immobilier avec marge de sécurité. Evaluation du bien par tierce partie
Covenants	En fonction des émissions	Covenants forts et spécifiques
Risque taux	Fonction de la duration. Forte probabilité de hausse de taux	Duration courte de 3 ans. Peu de risque de taux.