

Duration, convexité et diversification du financement : gestion de portefeuille de crédit pour les professionnels de l'immobilier

Par Dr. Roger Stettler, Reto Bernet, 28.04.2021

Les portefeuilles immobiliers composés d'immeubles de rendement présentent des risques implicites élevés en matière de taux d'intérêt. Ces risques sont influencés par la stratégie de financement choisie et peuvent être gérés de manière ciblée. La gestion de la durée et de la convexité commence toujours au niveau du portefeuille et tient compte des différents scénarios de taux d'intérêt et de la pente de la courbe des taux. De même, au niveau du portefeuille, une diversification appropriée des partenaires de refinancement est judicieuse, avec une diversification des créanciers.

L'immobilier en tant qu'instrument financier

La valeur d'un immeuble de rendement (qu'il s'agisse d'immeubles d'habitation, commerciaux, hospitaliers ou spéciaux) est déterminée mathématiquement par le flux de trésorerie futur attendu des revenus locatifs¹, une éventuelle valeur

d'option due à une utilisation supplémentaire (possibilités d'augmenter le revenu net par des investissements et/ou d'accroître l'utilisation) ainsi que le taux d'actualisation.



Reto Bernet, Partner & Head Mortgage Investment

Dans la pratique, le taux d'actualisation - composé d'un taux d'intérêt de base et de la prime de risque - revêt une importance particulière. L'évolution positive des prix de l'immobilier en Suisse au cours des dix dernières années est en grande partie due à la baisse du taux d'intérêt sans risque.

L'immobilier est donc fortement dépendant de l'évolution du marché des taux d'intérêt. En Suisse, les études sur l'immobilier commercial tablent sur une sensibilité moyenne au taux d'intérêt d'environ 13% - une variation du taux d'actualisation de 1% entraîne donc une variation de valeur de 13%.² La durée prévue peut également être supérieure ou inférieure en fonction de la structure des baux et du bien immobilier en question.

¹ Ceux-ci sont à leur tour influencés par les changements de l'offre et de la demande et les changements qui en résultent dans les prix exécutoires pour les baux existants et nouveaux.

² Voir Chaney, A. & Hoesli, M., "The Interest Rate of Real Estate", *Journal of Property Research* 27,1, 2010, S. 61-85

En règle générale, la durée est la plus élevée dans le segment résidentiel, suivi du segment commercial.

«Un bien immobilier a donc une durée modifiée similaire à celle d'une obligation de la Confédération d'environ 14 ans.»

La sensibilité aux variations de taux d'intérêt est plus faible dans les secteurs de l'hôtellerie et de l'industrie, mais les autres risques y sont plus importants.

Un bien immobilier a donc une durée modifiée similaire à celle d'une obligation de la Confédération, soit environ 14 ans. Nous supposons que dans l'environnement actuel des taux d'intérêt et du marché, la durée est encore plus élevée, en particulier pour les immeubles résidentiels.

Les prêts conduisent (le plus souvent) à une durée plus longue

En termes de mathématiques financières, un prêt représente une vente à découvert d'une obligation sans risque. Par conséquent, la valeur d'un prêt hypothécaire à taux fixe varie également en fonction des variations du taux d'intérêt du marché. Par exemple, dans l'environnement actuel de taux d'intérêt bas, la valeur actuelle d'un prêt hypothécaire à 10 ans perdra près de 10 % de sa valeur avec une augmentation de 1 % du taux du marché, même si, bien sûr, le profil de flux de trésorerie du prêt ne changera pas.

À première vue, un prêt hypothécaire réduit donc le risque de taux d'intérêt d'un bien immobilier. Cependant, cela réduit également les fonds propres à risque - et le risque de durée des fonds propres reste la seule variable pertinente pour l'investisseur. Voir l'exemple de calcul ci-dessous.

Figure 1 : Risque de durée des actions

Actif	Immobilier, 0% Financement	Passif
Immobilier 2 mio. (D: 12A)		Actions 2 mio. (D: 12A)
Actif	Immobilier, 50% Financement	Passif
Immobilier 2 mio. (D: 12A)		Financement 1 mio. (D: 10A) Actions 1 mio. (D: 14A)
Actif	Immobilier, 75% Financement	Passif
Immobilier 2 mio. (D: 12A)		Financement 1,5 mio. (D: 5A) Actions 0,5 mio. (D: 33A)

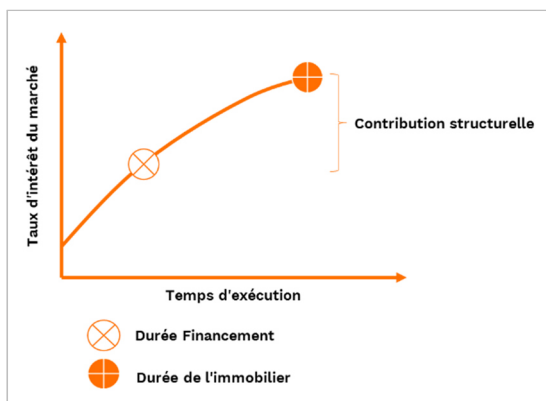
Dans la pratique, la combinaison d'un ratio prêt/valeur élevé et d'un financement à court ou moyen terme conduit à une durée très élevée des fonds propres ; en pratique, nous observons des valeurs supérieures à 30% dans certains cas. Avec un tel positionnement, la vulnérabilité à une hausse des taux d'intérêt est très élevée, mais une baisse du niveau des taux d'intérêt entraîne d'énormes augmentations de valeur.

Pente de la courbe des taux

Une durée élevée sur les actions représente un risque. L'investisseur est compensé par des économies d'intérêts en raison de la pente de la courbe des taux. Dans la pratique, les taux SWAP à 10 ans sont pratiquement toujours supérieurs au taux à court terme (par exemple,

LIBOR/SARON à 3 mois). Au cours de la période du 1/1/2010-31/12/2020, l'écart de taux d'intérêt médian entre le SWAP 10 ans et le LIBOR 3 mois était de 117 points de base.

Figure 2 : Courbe de rendement et contribution structurelle



Un investisseur immobilier - sauf s'il utilise des prêts à très long terme - bénéficiera en pratique de cette pente, puisque le financement aura toujours une durée plus courte que l'investissement. Un investisseur immobilier bénéficie donc - comme une banque - de ce que l'on appelle un apport structurel. Lors de la structuration du refinancement, cette contribution structurelle peut être optimisée de manière ciblée - en règle générale, plus la courbe des taux est pentue, plus les possibilités de réaliser une contribution structurelle positive sont grandes.

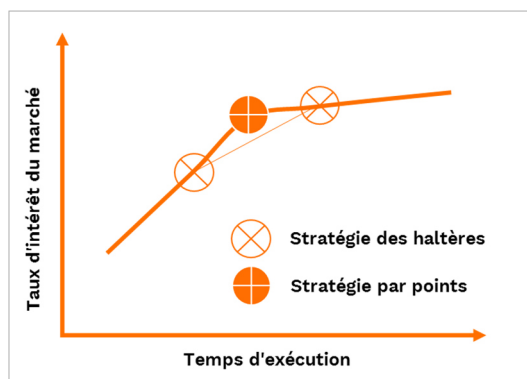
Convexité de la courbe des taux

La convexité mesure la "courbure" de la courbe des taux. Cette courbure peut également être utilisée dans le cadre d'un refinancement, soit par le biais d'une stratégie dite "par point" (par exemple, un

prêt dont la durée modifiée est de 5) ou d'une stratégie "haltère" (comme 50% chacun avec des durées de 3 et 7). En règle générale, une stratégie par point entraîne une charge d'intérêt plus élevée, mais une évolution légèrement plus favorable pour le débiteur en cas de variation des taux d'intérêt.

Nous déconseillons généralement de choisir un financement avec des échéances différentes par bien (à l'exception des tranches mezzanines, qui sont par définition à court terme), car cela réduit la flexibilité lors des renégociations. Pour les portefeuilles plus importants, cependant, une "stratégie de l'haltère" peut être mise en œuvre en choisissant des durées différentes pour les différents biens.

Figure 3: Différentes stratégies



Un défaut de paiement malgré un cash-flow positif

Pour tout bien partiellement financé par un crédit, l'emprunteur doit optimiser 2 choses : Le cash-flow et le ratio prêt/valeur

Dans le cas de l'immobilier, un cash-flow positif sur la structure signifie que les revenus locatifs durables dépassent les coûts de financement et les coûts

d'entretien permanents. En pratique, ce cash-flow peut être calculé pour les années à venir et n'est pas critique dans le cas de propriétés de haute qualité et de financements à long terme.

D'autre part, il y a le risque du ratio prêt/valeur. En cas de baisse de la valeur d'un bien, par exemple en raison d'une hausse à court terme des taux d'intérêt, il existe un risque que la relation entre le prêt et la valeur du bien définie dans le financement n'existe plus. Avec les contrats de prêt couramment utilisés en Suisse aujourd'hui, les créanciers ont donc la possibilité d'exiger des amortissements extraordinaires même pendant la durée d'un prêt à taux fixe. En principe, les banques devraient également tenir compte du fait que si les taux d'intérêt du marché augmentent, la valeur actuelle du prêt diminue également.

Dans tous les cas, bien qu'un cash-flow positif provenant des locations soit positif pour la situation des revenus, un défaut est toujours possible en raison d'une performance défavorable, même si le cash-flow est positif dans un avenir prévisible.

Diversification des créanciers

Le risque de ne pas pouvoir obtenir un financement complémentaire approprié en cas de prolongation ou de remboursement extraordinaire représente le risque de prolongation. Même si ces cas ont été rares en Suisse au cours des 20 dernières années en raison de la hausse constante des prix de l'immobilier, l'expérience, par exemple la crise des marchés financiers de 2008/2009 dans divers pays euro-

péens et aux États-Unis, montre que les conditions du marché peuvent changer très rapidement.

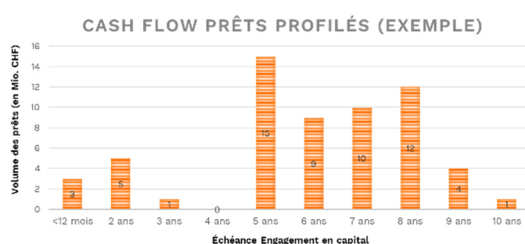
«La diversification des partenaires financiers réduit le risque d'extension du portefeuille.»

Une gestion pure de la durée et de la convexité d'un portefeuille, associée à une minimisation des primes de risque payées, néglige le risque d'extension ainsi que les préférences de risque différentes et instables des contreparties dans le temps.

L'expérience historique en Suisse et à l'étranger montre que le comportement des contreparties varie et que les préférences en matière de risque et la capacité de prise de risque ne sont pas uniformes. De même, les prestataires font une distinction plus marquée entre les nouveaux clients et les clients existants en situation de crise qu'en période de reprise.

Pour faire face à ce risque, il est donc non seulement intéressant de diversifier les partenaires de refinancement, mais aussi d'accorder une attention particulière à un mélange de "types de partenaires".

Figure 4: Exemple Cash-flow



Un mélange de grandes banques, de banques régionales, de banques étrangères, de compagnies d'assurance et de partenaires de financement alternatifs (par exemple, des caisses de pension) est beaucoup plus stable que, par exemple, un refinancement unilatéral uniquement via les grandes banques. Il peut également être judicieux - surtout si le portefeuille doit être élargi - d'entretenir des relations commerciales ciblées avec des fournisseurs de prêts-relais et de financements mezzanine.³ Cela crée un historique correspondant.

Vue du portefeuille au lieu de l'optimisation d'un seul objet

Même certains grands investisseurs immobiliers considèrent encore chaque propriété comme un investissement indépendant avec son propre refinancement. Dans le cas d'un seul projet de développement ou de promotion, ou si un portefeuille doit être constitué d'un seul bien, cette vision est centrale.

En revanche, dans le cas d'un portefeuille composé de nombreux biens immobiliers et donc de financements, la conception de la structure de refinancement est pertinente. Le portefeuille peut être rendu plus résistant aux crises et/ou plus rentable par une gestion ciblée de la durée et de la convexité et par la diversification des partenaires de refinancement.

Facteurs clés dans la gestion du refinancement des biens immobiliers

- Gestion active **Durée des actions**
- Positionnement actif sur la courbe des taux, notamment la **contribution structurelle et la convexité**
- Gestion **active des cash flows** et **diversification des partenaires de refinancement**

Hyrock est un expert hypothécaire indépendant pour des clients privés et institutionnels exigeants en Suisse, avec des bureaux à Zurich, Schindellegi et Genève. En 2020, Hyrock a réalisé plus de 850 millions de francs suisses de solutions de financement pour ses clients, avec un volume moyen de 7 millions de francs suisses par transaction. Hyrock gère plusieurs grands portefeuilles hypothécaires dont le volume moyen est de 200 millions de francs suisses.

www.hyrock.ch

³ Voir aussi : Bridge Loans – l'instrument des professionnels de l'immobilier
https://www.hyrock.ch/media/bridge_loans_fr.pdf