



ODDO BHF

FOCUS on

6 Octobre 2022



Véronique Gomez
Gérante de portefeuille immobilier
ODDO BHF AM



Pierre Toussain
Gérant de portefeuille immobilier
ODDO BHF AM

Foncières cotées : la double peine !



POINTS CLÉS

- L'endettement des foncières permettant de financer leur croissance et leur création de valeur se retourne contre elles
- La baisse des cours de bourse anticipe une forte baisse de l'immobilier physique
- L'inflation et l'immobilier : le moteur de l'indexation
- Le marché a-t-il vraiment toujours raison ?



Pourquoi une telle baisse des cours ?

Nous vivons une période bien difficile avec un comportement boursier du secteur de l'immobilier coté qui subit l'envolée des taux d'intérêts, le secteur étant considéré comme un « bond proxy » par les investisseurs. Cependant, rappelons que l'effet de levier par l'endettement fait partie intégrante du « business model » des foncières car il leur permet de faire leur travail de création de valeur par le développement pour compte propre de nouveaux actifs, le redéveloppement de biens immobiliers anciens ou la structuration de portefeuilles d'immobilier spécifique, tout en assurant un généreux retour à l'actionnaire sous forme de dividende. Aujourd'hui, les foncières bénéficient d'un endettement avec un coût moyen de 1.7% pour une durée moyenne de 7 ans et on retrouve les plus grosses échéances de dette qu'à partir de 2027. Mais, avec la violente remontée des taux, le coût marginal de cette dette a augmenté en moyenne d'environ 450 pbs sur les 12 derniers mois. Les investisseurs ont pris peur sur les foncières les plus endettées et celles qui avaient un rendement des actifs proche ou inférieur à 4% comme le résidentiel allemand et la logistique. Certaines foncières sont aller chercher de la dette bancaire avec, par exemple, un taux de 2.5% contracté par une foncière française.

Mais peu importe, les investisseurs préfèrent fuir le secteur avec la crainte d'une baisse des valeurs d'actifs qui feraient mécaniquement augmenter les dettes et le

non-respect des covenants bancaires à l'horizon. Peu importe les bons résultats semestriels avec des revenus locatifs en hausse, les cessions réalisées avec des plus-values, les baux indexés qui donnent une visibilité sur la croissance future des revenus ...

L'immobilier physique va s'ajuster pour tenir compte de la hausse des taux d'intérêts

La politique accommodante des Banques centrales a pris fin mais ce changement brutal de paradigme n'a pas vraiment encore atteint l'immobilier physique, qui résiste à la morosité ambiante malgré quelques nuages à l'horizon et une probable récession en 2023 qui pourrait noircir ce tableau. En effet, ce changement d'environnement devrait engendrer une hausse des taux de capitalisation de l'immobilier physique. Mais, ce que les investisseurs financiers semblent totalement écarter, c'est que l'on n'aura probablement pas une hausse généralisée de la même ampleur sur tous les marchés et tous les types d'actifs car la valorisation se fait de façon bien plus granulaire et la prime de risque (différence entre le taux sans risque et le taux de rendement immobilier) va dépendre de la dynamique propre à chaque marché et type d'actifs. Les loyers, les taux de vacances, l'offre future face à la demande sont tout aussi déterminants que les taux pour les valeurs immobilières.

Par ailleurs, le maintien de taux d'intérêts réels négatifs ou proche de zéro est un soutien important en faveur de l'immobilier.



L'inflation et l'immobilier : le moteur de l'indexation

L'inflation apporte de la dynamique à la croissance des revenus locatifs, notamment grâce à l'indexation. Il faut toutefois que les locataires disposent de revenus également indexés à l'inflation.

L'effet hausse des taux apparaît immédiat pour la dette et les financements, or, l'effet de l'inflation sur les revenus est plus diffus, mais aussi plus constant dans le temps, c'est ce qui confère à l'immobilier son côté protecteur. Deux forces s'opposent l'une à l'autre.

Prenons l'exemple du passé, pour nous projeter vers le futur. Durant les années 80/90 d'inflation à 2 chiffres, les taux de rendement des bureaux à Paris sont étonnamment restés stables car la hausse des loyers a accéléré et dépassé l'inflation. Lorsque l'inflation a lentement diminué pour atteindre un niveau plus normatif, la croissance des loyers s'est amplifiée, justifiant la stabilité des taux de rendement. En effet, à l'époque, la croissance des emplois de bureaux provoquait un déséquilibre offre/demande favorable à la hausse des loyers. Ainsi, ce marché avec sa propre dynamique faisait peu référence aux taux nominaux.

Aujourd'hui, les investisseurs devraient donc plutôt se focaliser sur les potentiels de croissance des loyers plutôt que sur la hausse des taux d'intérêt nominaux... pour regarder les actifs gagnants et perdants.

Le marché a-t-il vraiment toujours raison ?

Avec la baisse des cours de bourse des foncières cotées, le marché valorise déjà une baisse moyenne des valeurs d'actifs de 31% et anticipe donc une crise plus importante pour le secteur que la crise financière de 2007.

Il est important de rappeler, à ce stade, que durant cette fameuse crise, aucune foncière cotée n'a fait défaut et qu'aujourd'hui, elles ont plutôt globalement amélioré la qualité de leurs portefeuilles et abaissé leur niveau d'endettement mais aussi que les banques sont en bien meilleure santé qu'à l'époque. Rappelons également, que la pandémie de la covid a accéléré des tendances structurelles, mais aussi mis en évidence

notre besoin humain de sociabilisation qui continuera à faire vivre les bureaux et les commerces physiques.

Certes, le ralentissement économique actuel va affecter l'activité locative et d'investissement en immobilier, mais là encore de façon inégale. Par exemple, pour les bureaux qui sont les actifs les plus cycliques, la polarisation entre les actifs « rares » qui répondent à la demande des locataires (ie. un lieu de travail moderne, répondant aux exigences actuelles) et ceux qui ne sont plus adaptés à cette demande va s'accroître. Cette polarisation va aussi tenir compte de plus en plus de l'impératif de « verdier » les actifs immobiliers face à la crise climatique et énergétique. Et cet impératif va continuer de donner du travail à nos foncières dont les portefeuilles sont bien localisés pour supporter les investissements nécessaires.

Mais revenons, à ce que nous dit le marché au travers du cours de bourse du plus grand propriétaire de résidentiel en Allemagne et en Europe avec une baisse de 50% depuis le début de l'année. Il nous indique que, dans un marché où l'offre est insuffisante pour satisfaire la demande et où les loyers augmentent, la valeur de son portefeuille va baisser de 25%. Ce qui ne s'est jamais vu par le passé. Par ailleurs, cette foncière augmente notamment ses loyers lorsqu'elle rénove des appartements pour en améliorer le confort et l'isolation... La hausse des loyers en Allemagne a été supérieure à l'inflation jusqu'à présent, mais aussi inférieure à la croissance du revenu disponible ! Par ailleurs, le futur retraité allemand a enfin compris qu'il devait aborder sa retraite en étant propriétaire, un changement fondamental pour ce marché.

En conclusion, les performances boursières des foncières semblent tenir déjà compte d'un scénario très sombre pour les marchés immobiliers et pour les économies européennes. Sans présager de l'avenir, à ce stade, cette baisse du secteur apparaît exagérée. Le temps où les taux d'intérêts vont trouver un niveau d'équilibre approche, cette stabilisation devrait permettre aux investisseurs de regarder à nouveau les fondamentaux du secteur des foncières cotées.

Avertissement

Ce document a été préparé par ODDO BHF dans un but purement informatif. Il ne saurait créer de quelconques obligations à charge de ODDO BHF. Les opinions émises dans ce document correspondent aux anticipations de marché de ODDO BHF au moment de la publication de document. Elles sont susceptibles d'évoluer en fonction des conditions de marché et ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité contractuelle de ODDO BHF. Toute référence à des valeurs individuelles a été incluse à des fins d'illustration uniquement. Avant d'investir dans une quelconque classe d'actifs, il est fortement recommandé à l'investisseur potentiel de s'enquérir de manière détaillée des risques auxquels ces classes d'actifs sont exposées notamment le risque de perte en capital.

ODDO BHF

12, boulevard de la Madeleine – 75440 Paris Cedex 09 France – Tél. : 33(0)1 44 51 85 00 – Fax: 33(0)1 44 51 85 10 – www.oddo-bhf.com ODDO BHF SCA, société en commandite par actions au capital de 70 000 000 € – RCS 652 027 384 Paris – agréée en qualité d'établissement de crédit par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et immatriculée à l'ORIAS en qualité de courtier d'assurance sous le numéro 08046444. - www.oddo-bhf.com