

GESTION D'ACTIFS

Une décote toujours importante sur les fonds d'immobilier coté

Au cours des dernières années, les fonds investis sur les foncières cotées ont été emportés à la baisse par les craintes des investisseurs. Les anticipations, excessivement négatives, ont induit d'importantes décotes dont les niveaux n'ont été observés que trois fois en un quart de siècle. Le rebond de fin d'année semble néanmoins indiquer un repositionnement progressif des gestions sur le secteur.

Thierry Bisaga

Dans une récente analyse sectorielle, Mike Bessell, managing director, regional investment strategist chez Invesco, a repris la citation suivante, communément attribuée à Mark Twain : « Chaque fois que vous vous trouvez du côté de la majorité, il est temps de faire une pause et de réfléchir ». Il note que 2023 a été une année inédite, au cours de laquelle de nombreuses actualités du secteur immobilier se sont focalisées sur la volatilité des prix créée par la hausse des taux d'intérêt.



« La dissipation du brouillard sur le scénario de taux est primordiale pour le secteur car elle seule donnera le « La » de toute décision financière »

Laurent St Aubin
Directeur de la gestion actions
Sofidy

Il précise par ailleurs que cette dynamique, qui a déjà offert des opportunités d'achat aux investisseurs qui y étaient préparés, s'inscrit dans une tendance baissière qui brouve son

origine dans la crainte que la hausse des loyers ne puisse pas compenser la hausse des coûts de financement.

Surveiller les taux d'intérêt et d'inflation

En cours d'année, Laurent Saint Aubin, directeur de la gestion actions de Sofidy, notait que l'immobilier en bourse donnait l'impression d'avoir perdu sa boussole : « La corrélation avec les taux d'intérêts, qui était pourtant quasi-infaillible jusque-là, a un impact moins systématique sur l'évolution boursière du secteur ». Cette désunion est néanmoins compréhensible, explique-t-il : « même si l'essentiel du travail de resserrement monétaire est aujourd'hui derrière nous, l'inflation demeure encore matériellement supérieure aux objectifs des banques centrales des deux côtés de l'Atlantique ». Il rappelle aussi que, dans ce contexte, la dissipation du brouillard sur le scénario de taux est primordiale pour le secteur car elle seule donnera le « La » de toute décision financière.

Mike Bessell confirme que les marchés immobiliers ont dû progressivement s'ajuster à la hausse des taux d'intérêt au cours de

l'année 2023. Cela dit, dans le même temps, les fondamentaux des locataires dans la plupart des secteurs du marché européen de l'immobilier sont restés solides. « Quant à nous, nous restons convaincus que la demande subsiste pour les investissements en actifs de rendement comme l'immobilier, lesquels offrent une protection contre l'inflation », estime-t-il.

Tirer parti de la dislocation du marché

Dès lors, qu'en est-il des valorisations ? « Incroyablement, le marché est très – trop – négatif sur les cash-flows et les valeurs d'actifs », estime Laurent Gauville pour qui la combinaison de performances boursières négatives depuis 2019 et de performances économiques positives implique des valorisations au plus bas. En adoptant une approche de gestion value, cette décote constitue un niveau de confort important, une marge de sécurité significative pour l'investisseur. Le gérant estime donc qu'il faut profiter de la dislocation du marché à court terme pour capter de la valeur. Il invite néanmoins les investisseurs à être attentifs au fait qu'il

existe de fortes dissymétries dans les valorisations au sein du secteur immobilier. Ces dissymétries concernent à la fois les différents sous-segments du secteur, mais aussi l'emplacement et la qualité des actifs.

Virginie Wallut, directrice de la recherche et de l'ISR immobilier chez La Française Real Estate Managers, observait déjà l'été dernier un phénomène de polarisation des marchés locatifs. Celui-ci devrait, selon elle, s'accroître, les locataires privilégiant les actifs de qualité, notamment en matière de consommation énergétique, au détriment des actifs secondaires en périphérie. « Les entreprises privilégient les implantations centrales qui leur permettent de s'adapter aux nouveaux modes de travail, de fidéliser et d'attirer les talents, tout en améliorant leur empreinte carbone. L'avenir des actifs secondaires dans les zones périphériques, dont l'offre est abondante, pose question, alors que la concentration de la demande sur des actifs centraux, facilement accessibles à tous, ne permet pas le renouvellement d'une offre déjà limitée ».

Identifier les opportunités

« Il existe plusieurs facteurs qui soutiennent la demande sur le long terme », observe Mike Bessell, qui mentionne, entre autres, les taux d'occupation qui restent élevés et le maintien de la croissance des revenus locatifs : « nous sommes conscients que le ralentissement de la croissance économique va affaiblir la demande dans certains secteurs immobiliers, mais nous pensons toutefois que les besoins des locataires resteront importants. Nos stratégies d'investissement visent à identifier les opportunités qui, selon nous, bénéficieront d'une demande professionnelle durable et d'une liquidité constante sur le marché de l'investissement », précise le stratège qui, parmi les principaux catalyseurs d'une future hausse, cite notamment une demande soutenue par les évolutions démographiques et l'urbanisation, le positionnement des actifs pour répondre au durcissement des exigences en matière d'efficacité énergétique et de développement durable et, enfin, la diffusion des évolutions technologiques.

Laurent Saint Aubin rappelle, quant à lui, que seule une reprise significative des transactions confortera les marchés boursiers sur la pertinence ou non des expertises des foncières et des valorisations boursières du secteur. Il distingue d'ailleurs les prémices d'une reprise des volumes d'investissement dès cet été : « de nombreux actifs de grande taille ont été mis sur le marché, particulièrement en Europe, c'est le cas à Paris en bureaux

Porter attention au capital naturel

Pour Alex Jeffrey, directeur général de Savills Investment Management, l'année 2024 sera probablement une nouvelle année de défis pour les investisseurs immobiliers. « Cependant, les périodes de fortes tensions sur le marché offrent des opportunités aux investisseurs au fait du marché. Nous voyons les investisseurs s'orienter vers des stratégies axées sur le résidentiel, les locaux d'activité et la logistique, la dette et, de plus en plus, vers le "Natural Capital ou capital naturel". Le terme « capital » dans ce contexte nous rappelle que la nature est un actif ayant une valeur qui peut être améliorée ou détruite. La nature a une valeur inestimable étant donné que nous dépendons d'elle et de ses écosystèmes vitaux ». Il rappelle aussi que « les approches visant à réduire les émissions de gaz à effet de serre et à emprisonner le carbone ont des atouts incalculables et présentent de multiples avantages connexes, notamment l'amélioration de la biodiversité, tout en produisant des « crédits carbone » qui peuvent être utilisés pour atteindre la neutralité ciblée ou être vendus ».

(immeubles Castiglione, Renaissance Vivacity, Parc Avenue), dans la logistique (portefeuille de 200 millions d'euros en Suède

de ces transactions offre quelques repères nécessaires pour faire évoluer le débat sur la divergence de valorisation entre l'immobilier physique et l'immobilier coté ». Il attend donc que les investisseurs, rassérénés par une meilleure visibilité sur leurs conditions de financement et de nouveau le marché de l'investissement en immobilier direct : « cela, seul, permettra de démontrer le caractère excessif des décotes actuellement constatées des cours de bourse par rapport aux actifs nets réévalués des foncières ».



« 2023 a été une année inédite, au cours de laquelle de nombreuses actualités du secteur immobilier se sont focalisées sur la volatilité des prix créée par la hausse des taux d'intérêt »

Mike Bessell
Managing director
regional investment strategist
Invesco

appartenant à Blackstone, actifs de logistique urbaine aux Pays-Bas appartenant à Fortress), dans le résidentiel (intention de l'État de Berlin d'acquiescer pour 4 Md€ d'actifs résidentiels selon Vonovia). La concrétisation

Procéder à des choix de gestion

Dans cet environnement, Laurent Saint Aubin s'est tourné, au cours du premier semestre 2023, vers les segments du secteur à forte dynamique locative tels que la logistique, le stockage pour particulier, ou encore les résidences étudiantes. Il s'est également intéressé aux segments à rendement élevé avec une importante surpondération sur l'immobilier de commerce. À l'inverse, il a sous-pondéré les segments résidentiels et de bureaux dont les rendements des actifs sont parfois significativement inférieurs au coût marginal de financement.

Mike Bessell rappelle de son côté que l'histoire boursière révèle qu'investir lors de corrections de marché génère une surperformance et cette opportunité devrait, à son avis, se répéter en 2024 et 2025. Les pressions actuelles qui pèsent sur le refinancement et les préoccupations de durabilité continueront d'induire des erreurs de valorisation sur les marchés, permettant ainsi aux investisseurs actifs de bénéficier d'opportunités de création de valeur pour le reste de la décennie. >>>

» Il rappelle que cette surperformance s'explique par une série de facteurs, notamment la capacité, pour les investisseurs qui disposent des ressources nécessaires, à tirer parti des erreurs de valorisation lorsque les volumes de transactions reculent du fait de la réticence d'autres acteurs à investir en période de crise économique, voire à vendre leurs actifs. Il recommande donc de modifier les stratégies d'investissement et de les adapter en attachant davantage d'importance aux changements démographiques, aux exigences en matière de durabilité et aux évolutions technologiques : « nous sommes convaincus que l'allocation sectorielle ne sera plus le principal moteur des rendements à l'avenir ».



« Les entreprises privilégient les implantations centrales qui leur permettent de s'adapter aux nouveaux modes de travail, de fidéliser et d'attirer les talents, tout en améliorant leur empreinte carbone »

Virginie Wallut

Directrice de la recherche et de l'ISR Immobilier

La Française Real Estate Managers

Nous avons cessé de compartimenter l'immobilier en quatre grands secteurs : à savoir les bureaux, les commerces de détail, les secteurs industriel et résidentiel. Nous pensons, en revanche, en termes de sous-secteurs et regardons comment les actifs au sein des marchés de niches sont positionnés. Par exemple, au sein du secteur industriel, les perspectives de rendement contrastent forte-

Un potentiel de rebond important

Dans le sillage de la baisse – rapide – des taux observée à partir du mois d'octobre, les foncières cotées se sont nettement reprises en bourse. L'indice STOXX Europe 600 Real Estate, représentatif du secteur en Europe, a ainsi bondi de 25 % dans les semaines qui ont suivi le 26 octobre, jour où l'indice avait atteint son plus bas niveau depuis décembre 2011. « Le repli des taux longs, s'il devait s'avérer pérenne, réduirait de facto l'ampleur de l'ajustement à la baisse anticipé sur les valeurs d'actifs. Actuellement, les prix au mètre carré restent baissiers sur les différents segments du marché immobilier et des ajustements sont encore à attendre en 2024, mais une baisse des taux de la BCE serait naturellement favorable au secteur », estime Scander Bentchikou, chez Lazard Frères Gestion. Il note que « les foncières n'ont jusqu'ici pas tant pâti de la hausse des taux que de la rapidité de cette remontée, empêchant un repricing progressif des loyers en ligne avec l'évolution projetée du coût de la dette, pénalisant ainsi les anticipations sur l'évolution des cash-flows du secteur immobilier ». Il observe également que les foncières bénéficient de fondamentaux un peu mieux orientés, avec notamment un taux de vacance très modéré dans le secteur résidentiel et une accalmie des débats relatifs à la généralisation du télétravail en entreprise. Dans le commerce, les bailleurs bénéficient par ailleurs de l'indexation des loyers sur l'inflation. Malgré tout, il estime que le secteur conserve une certaine fragilité face à l'absence de croissance en zone euro et à la dégradation de certains indicateurs d'activité. « Le potentiel de rebond reste important à long terme après quatre années difficiles liées à la crise sanitaire et à la hausse des taux », conclut-il.

ment entre le sous-secteur de la R&D, celui de l'entreposage frigorifique et celui de la distribution urbaine. En d'autres termes, ce sont les détails qui comptent ».

Les atouts de la gestion active

Pour Guy Barnard, co-responsable des valeurs immobilières mondiales chez Janus Henderson, la confiance à l'égard des valorisations des actifs immobiliers permet aux investisseurs de regarder au-delà des turbulences macroéconomiques et de se recentrer sur les fondamentaux, à savoir les revenus et leur croissance, ainsi que la capacité des équipes de direction à créer de la valeur grâce à des initiatives de développement et de gestion de leurs actifs. « Si la stagnation des taux pourrait limiter l'appréciation du capital à court terme sur le secteur immobilier dans son ensemble, tous les biens immobiliers ne sont pas égaux d'un pays, d'un secteur ou d'une entreprise à l'autre. Or, en tant que spécialistes de la gestion active, il nous suffira d'identifier les segments dont la croissance est sous-estimée », confirme le gérant.

De son côté, Laurent Saint Aubin observe que le rebond de fin d'année sur le secteur s'ex-

plique par le début de repositionnement de gestions généralistes et la clôture d'une partie des ventes à découvert. Il ajoute : « dans un contexte de ralentissement plus fort qu'escompté de l'inflation et de la croissance économique, l'anticipation par les marchés d'une baisse des taux directeurs des banques centrales de plus de 100 points de base l'année prochaine a allumé la mèche ». Guy Barnard estime par ailleurs que les actions sont déjà valorisées à des niveaux inférieurs ou égaux aux valeurs plus réalistes reflétant le nouvel environnement des taux d'intérêt. Il précise que les reprises débute généralement de six à neuf mois avant le point bas des valeurs directes. « en effet, l'excès de pessimisme disparaît à mesure que les investisseurs reconstituent leurs allocations au secteur. C'est dans cette situation que nous semblons être actuellement ».

Dans l'attente d'une vraie reprise des transactions sur le marché physique qui redonnera de l'allant au secteur, ceux qui ne sont pas ou peu investis peuvent dès lors tirer parti des niveaux de valorisations au plus bas pour se positionner, notamment sur des fonds de gestion active, avec une marge de sécurité importante. ■



« Des opportunités sur les foncières décotées »

Entretien avec Laurent Gauville, gérant du FCP Immobilier 21

Quel regard portez-vous sur le secteur de l'immobilier coté ?

Boursièrement, le secteur est perturbé depuis plusieurs semestres. Il est très en retard en termes de valorisations. Il s'agit pourtant d'un secteur qui offre de la stabilité avec une croissance moyenne des cash flows de 3 à 4 % sur le long terme. Ces niveaux de croissance sont d'ailleurs observés avec une très grande régularité tant sur les cash flows que sur les valeurs d'actifs. Entre janvier 2020 et décembre 2023, si on a pu constater une performance économique de l'ordre de 30 % pour le secteur, la performance boursière est quant à elle voisine de -35 %. De notre point de vue, un tel écart constitue une forte opportunité d'investissement.

Selon vous, quels sont les facteurs qui ont conduit à cette contre-performance ?

À la suite de la pandémie, les pessimistes l'ont emporté sur les optimistes. Le marché a anticipé une forte baisse des cash-flows et des valeurs d'actifs. En 2022, le marché anticipait une baisse des valeurs d'actifs de 30 %, or, elles n'ont baissé que de 5 % en réalité. Mécaniquement, on observait, en fin d'année, des niveaux de valorisation historiquement bas, similaires à ceux observés en mars 2009, le précédent point bas du secteur. Plus précisément, les multiples de cash flows des valeurs du portefeuille de notre FCP Immobilier 21 s'établissaient à 9,9 fois. Cela implique une décote voisine de 50 % qui, si elle se maintient, impliquera un rendement attendu de 10 % environ pour les foncières que nous détenons. Notez qu'une telle décote n'a été observée que trois fois en un quart de siècle !

Pensez-vous que cette décote va rapidement se résorber ?

Nous estimons que, sur un horizon de cinq ans, les perturbations observées vont nécessairement s'estomper. On retrouvera alors une convergence entre les performances boursières et les performances économiques du secteur. Nous nous attendons notamment à un retour progressif des multiples de cash flows aux alentours de 15 avec la décote sur les valeurs

d'actifs qui devrait, quant à elle, diminuer de moitié, ce qui implique une hausse de 50 % sur la valeur liquidative de notre FCP. Concomitamment, les niveaux de volatilité devraient retrouver leur moyenne historique avec un retour à davantage de sérénité.

Quels sont les catalyseurs qui favoriseront ce retour à la normale ?

Parmi les catalyseurs d'une hausse à venir de l'immobilier coté, on peut mentionner l'arrêt de la hausse des taux d'intérêt, mais aussi la capacité des valeurs foncières à indexer les loyers perçus au niveau d'inflation, ce qui a été démontré à l'occasion des dernières publications. On compte également sur le retour des transactions immobilières, combiné à une stabilisation

de l'endettement des foncières, ce qui impliquera une renormalisation de la distribution des dividendes. Tout cela se mettra en place progressivement et permettra un retour des flux positifs sur les foncières cotées. Pour l'instant, on observe que la collecte reste stable.

« Nous estimons que, sur un horizon de cinq ans, les perturbations observées vont nécessairement s'estomper »

Quelles sont vos principales convictions parmi les différents segments du secteur ?

Les deux tiers de notre portefeuille sont investis sur des actifs de commerce et sur le résidentiel allemand. Ces deux segments permettent de stabiliser le portefeuille.

Sur les autres typologies d'actifs, nous procédons à des choix sélectifs, par exemples sur les bureaux – en nous tenant néanmoins à l'écart des bureaux périphériques – sur les actifs de santé ou encore la logistique.

Quel regard portez-vous sur les approches ESG appliquées à l'immobilier ?

Ces approches et plus spécifiquement les certifications environnementales des bâtiments sont créatrices de valeur. Les actifs certifiés sont sécurisants en ce sens que le risque de vacance est réduit, qu'ils attirent les investisseurs, qu'ils permettent la perception de loyers plus élevés mais aussi un accès plus facile au financement. On peut d'ailleurs observer que les foncières cotées sont très en avance sur la certification environnementale de leur patrimoine. ●

Enquêtes Gestion d'actifs

Une décote toujours importante sur les fonds d'immobilier coté

Les meilleurs fonds d'actions sectorielles immobilier Europe

ISIN	Nom	Société	Perf 3 ans	Volat 3 ans
FR0013385846	OCC 21	Gestion 21	9,54%	20,29%
CH0014420878	UBS (CH) Property Fund - Swiss Mixed «Sima»	UBS Fund Management	6,43%	37,40%
CH0014420829	UBS (CH) Property Fund - Swiss Residential «Anfos»	UBS Fund Management	4,43%	22,24%
CH0192940390	UBS (CH) Property Fund - Direct Urban	UBS Fund Management	4,43%	22,12%
CH0014420852	UBS (CH) Property Fund - Léman Residential «Foncipars»	UBS Fund Management	4,31%	40,54%
CH0108311728	Swissimmo	UBS Fund Management	2,52%	11,80%
CH0014420886	UBS (CH) Property Fund - Swiss Commercial «Swissreal»	UBS Fund Management	2,45%	20,11%
GB00BK35F283	Legal & General UK Property Feeder Fund	Legal & General IM	0,79%	8,44%
IE00BRHZ0398	iShares MSCI Target UK Real Estate UCITS ETF	BlackRock	0,30%	15,88%
IE00B1TXLS18	iShares UK Property UCITS ETF	BlackRock	-0,24%	21,88%

Les meilleurs fonds d'actions sectorielles immobilier Monde

ISIN	Nom	Société	Perf 3 ans	Volat 3 ans
LU1821812424	Diversified Real Assets	Cohen & Steers	12,25%	11,64%
IE00BYM8JD58	Real Estate S&P US Select Sector UCITS ETF	Invesco	9,78%	19,03%
IE00B1FZSF77	iShares US Property Yield UCITS ETF	BlackRock	9,59%	18,05%
LU1775977595	Responsible Global Real Assets Fund	Invesco	9,40%	14,79%
IE00B8HXHL75	Neuberger Berman US Real Estate Securities Fund	Neuberger Berman	6,56%	18,47%
LU1114193292	Kempen (Lux) Global Property Fund	Van Lanschot Kempen IM	5,67%	16,04%
IE00B83ZLT36	iShares Developed Real Estate Index Fund (IE)	BlackRock	5,41%	15,16%
IE00B5L01S80	EPRA NAREIT Developed UCITS ETF	HSBC Asset Management	4,93%	15,20%
LU0705260189	Global Real Estate Fund	Nordea	4,78%	15,84%
IE00BFM6T921	iShares Developed Markets Property Yield UCITS ETF	BlackRock	4,64%	14,75%

Source : Quantaly - Données au 31/12/2023 - Performances annualisées

Reconnect. Society.*

Nous comprenons les différentes facettes de votre vie.

Depuis plus de 150 ans, Degroof Petercam accompagne celles et ceux qui veulent aussi donner du sens à leur patrimoine. En tant qu'entreprise, nous nous engageons aussi à travers la Fondation Degroof Petercam depuis 2008 avec la vision que chacun puisse prospérer par son travail. La fondation finance pour cela les meilleures innovations sociales pour l'emploi à travers l'Europe.

* Reconnecter. Société.

private banking
asset management
investment banking
asset services

 Degroof
Petercam
Foundation

