



# Crise de liquidité et ajustement des prix, où en sont les marchés immobiliers ?



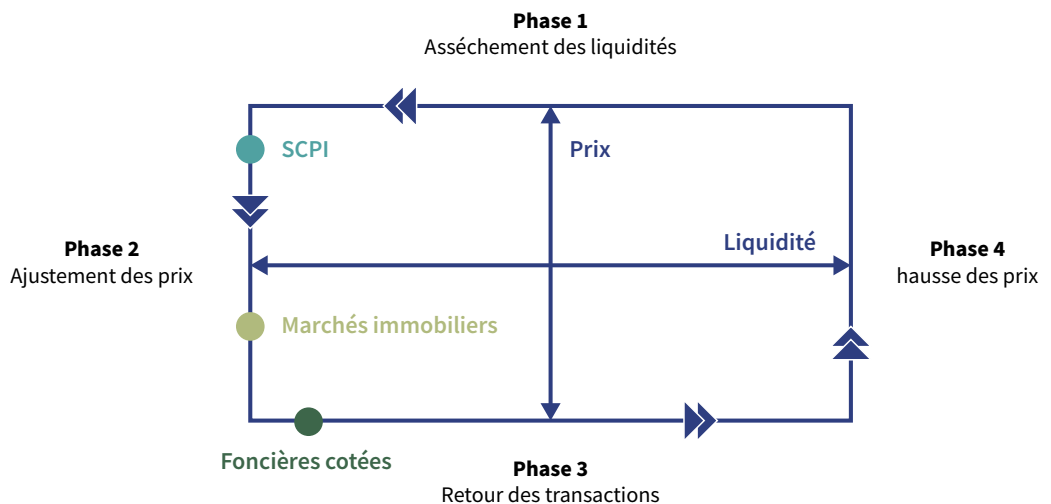
**Paul Reuge**  
Gestionnaire de  
R-co Thematic Real Estate

**Chaque retournement de cycle, quel qu'en soit la cause, suit un schéma assez similaire que l'on peut décomposer en quatre phases.**

La première (phase 1) se caractérise par l'assèchement des liquidités traduisant le désaccord sur les prix des actifs entre acheteurs et vendeurs, à l'aune d'un changement de paradigme (dans le cas présent, la remontée de taux d'intérêt). S'ensuit la baisse des prix effective (phase 2) jusqu'au nouveau point d'équilibre permettant le retour des acheteurs (phase 3), puis le début d'un nouveau cycle haussier (phase 4). Selon la nature du support utilisé pour investir en immobilier, les ajustements sont plus ou moins rapides.

Logiquement, plus la liquidité est élevée et plus l'ajustement est précoce. Ce sont donc les foncières cotées qui ont, en premier lieu, été sanctionnées par les marchés en 2022 avec une correction significative du secteur (-37,57 %<sup>(1)</sup>). L'assèchement des liquidités sur les marchés immobiliers n'est arrivé qu'au deuxième semestre 2022, les SCPI ont, pour leur part, vu leur collecte s'ajuster entre 6 mois et 1 an après le début de la crise, au premier semestre 2023.

## Les quatre phases d'un retournement de cycle



Source : Rothschild & Co Asset Management, novembre 2023.

(1) Source : Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière (IEIF) : Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière (IEIF) - Zone Euro (dividende net réinvesti) - performance annuelle 2022. Les performances passées ne présument pas des performances futures.



L'analyse des deux grandes crises immobilières précédentes (1990 et 2008) montre, qu'en moyenne, les foncières débutent leur correction un à deux semestres avant les marchés immobiliers et rebondissent avec une précocité similaire. Autrement dit, dans l'hypothèse où les marchés immobiliers atteindraient leur point bas en 2024, les foncières cotées seraient proches du rebond.

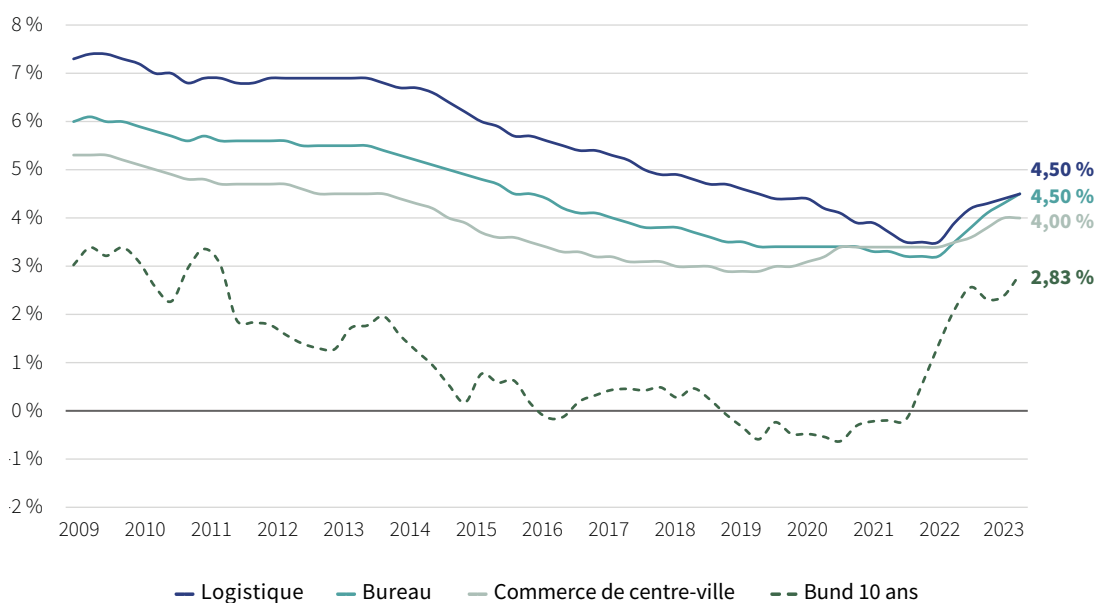
	Foncières cotées		Marché immobiliers		SCPI	
	Pic	Creux	Pic	Creux	Pic	Creux
Grande Crise Financière (2008)	Mars 2007	Mars 2009	T1 2008	T4 2009	Août 2008	Mars 2009
<i>Décalage</i>			~ +12 mois	~ +8 mois	~ +18 mois	-
Crise de 1990	Déc 90	~ 1995	T1 1991	1996	Déc 92	1997
<i>Décalage</i>			+ 3 mois	~ +12 mois	~ + 24 mois	~ +24 mois
Crise actuelle	Déc 2021	[Mars 23- Oct 23]	T3 2022	Estimé S1 2024	T2 2023	?
<i>Décalage</i>			~ +7/8 mois	~ +7/8 mois	+ 15 mois	

Sources : Epra, Immostat, BNP Real Estate, IEIF, Rothschild & Co Asset Management, novembre 2023

## 2024 : l'année du point bas pour l'immobilier ?

La décompression moyenne des taux de rendements de 100 à 150 points de base depuis le début du resserrement monétaire<sup>(2)</sup> n'a pas permis de reconstituer pleinement la prime de risque observée sur la décennie précédente. Cependant, celle-ci correspondait à un monde sans inflation. Le complément de rendement auquel peuvent prétendre les acheteurs, si les taux ne baissent pas (« *higher for longer*<sup>(3)</sup> ») viendra donc de l'inflation captée par les loyers :

## Rendements locatifs "prime" moyens en Europe<sup>(1)</sup>



Sources : BNP Parisbas Real Estate Research, octobre 2023.

(1) Basé sur 16 villes : Amsterdam, Berlin, Bruxelles, Londres, Paris, Dublin, Francfort, Hambourg, Lisbonne, Luxembourg, Madrid, Milan, Munich, Prague, Vienne et Varsovie.

(2) Source : Bloomberg, 31/10/2023.

(3) Plus élevés pour plus longtemps.

Les performances passées ne présument pas des performances futures. Les informations ci-dessus ne constituent pas un conseil placement ou une recommandation d'investissement.



Une bonne partie de l'ajustement sur les rendements a donc déjà été faite, la bonne tenue des marchés locatifs (selon le type d'actifs et de localisations) a permis de limiter l'impact global sur la baisse des valeurs vénales. Depuis le pic du marché, ces dernières ont corrigé en moyenne de -10 % à -20 %<sup>(4)</sup>. Les courtiers immobiliers anticipent ainsi un ralentissement de la baisse et, vraisemblablement, un point bas l'année prochaine. La décote des foncières toujours significative (supérieure à 40 %<sup>(4)</sup>) donne une marge de dépréciation supplémentaire, hormis pour la logistique, mais dont la valorisation est biaisée par les projets de développements importants :

	Ajustement moyen de valeurs des actifs <i>primes</i> entre le S1 2022 et S1 2023.	Ajustement global estimé (toutes choses égales par ailleurs)	Baisse implicitement valorisée (en bourse) depuis le pic
<b>Classe d'actifs</b>			
Bureaux	-15 %	[-20 % ; -25 %]	<b>-30 %</b>
Centres commerciaux <sup>(1)</sup>	-15 %	[-15 % ; -20 %]	<b>-25 %</b>
Logistique	-20 %	[-20 % ; -25 %]	<b>-10 %</b>
Santé	[-5 % ; -10 %]	[-10 % ; -15 %]	<b>-20 %</b>
Résidentiel allemand	-10 %	[-15 % ; -20 %]	<b>-30 %</b>

Source : Rothschild & Co Asset Management, CBRE, JLL, Sociétés, novembre 2023.

(1) Ajustement moyen de valeurs des actifs *primes* entre le S2 2019 à S1 2023

## 17 mois successifs de décote extrême ; record battu !

L'immobilier coté affiche une décote extrême (entre 40 % et 45 %) depuis juin 2022<sup>(3)</sup>, c'est la première fois depuis les années 90 que l'on observe une période de dévalorisation aussi longue, sans rebond significatif. Le renvoi permanent du point pivot aux calendes grecques (fin du cycle du resserrement monétaire) et la crise des banques régionales américaines expliquent l'attentisme des investisseurs pour revenir sur l'immobilier coté. L'allocation en foncière dans le portefeuille des institutionnels est d'ailleurs au plus bas<sup>(5)</sup>.

## Le secteur a-t-il « mangé son pain noir » ?

Au vue des éléments présentés plus haut, on peut vraisemblablement l'espérer, hors survenue d'une nouvelle crise susceptible d'avoir des conséquences (indirectes) sur les financements des foncières. Dans un scénario moins pessimiste, la maturité longue du passif des sociétés (6 ans en moyenne), les liquidités disponibles et la qualité supérieure à la moyenne des actifs qui ont permis de continuer les programmes de cession dans le contexte que l'on connaît (Unibail-Rodamco-Westfield a réalisé à 90 % de son plan européen de cession de 4 milliards d'euros initié en 2021, Covivio 718 millions d'euros depuis le début de l'année pour un objectif de 1,5 milliards à fin 2024, Gecina 1,1 milliards d'euros, etc.<sup>(6)</sup>) restent de sérieux gages de sécurité.

## Achévé de rédiger le 7 novembre 2023

(4) Source : Entreprises (décote sur dernier actif net publié) - Bloomberg 31/10/2023.

(5) Source : Exane, octobre 2023.

(6) Sources : Sociétés, octobre 2023.

Les informations ci-dessus ne constituent pas un conseil placement ou une recommandation d'investissement.



Performances	Depuis le début de l'année	2022	2021	2020	2019	2018	Volatilité 1 an
R-co Thematic Real Estate C EUR	-1,0 %	-23,5 %	6,6 %	-22,8 %	21,6 %	-7,5 %	20,9 %
IEIF Eurozone coupons nets réinvestis <sup>(1)</sup>	-4,8 %	-34,6 %	2,1 %	-10,7 %	21,5 %	-9,9 %	22,3 %

(1) Indice de référence

Sources : Rothschild & Co Asset Management, 31/10/2023.

#### Risque SRI : 5/7

L'indicateur synthétique de risque permet d'apprécier le niveau de risque de ce produit par rapport à d'autres. Il indique la probabilité que ce produit enregistre des pertes en cas de mouvements sur les marchés ou d'une impossibilité de notre part de vous payer. Nous avons classé ce produit dans la classe de risque 5 sur 7, qui est une classe de risque entre moyenne et élevée et reflète principalement son positionnement sur le marché des actions de sociétés françaises du secteur immobilier et de foncières européennes. Autrement dit, les pertes potentielles liées aux futurs résultats du produit se situent à un niveau entre moyen et élevé et, si la situation venait à se détériorer sur les marchés, il est probable que notre capacité à vous payer en soit affectée. L'indicateur de risque part de l'hypothèse que vous conservez le produit pendant 5 ans ; dans le cas contraire, le risque réel peut être très différent, et vous pourriez obtenir moins en retour. Autres facteurs de risque importants, non pris en compte de manière adéquate par l'indicateur : impact des techniques telles que des produits dérivés. Ce produit ne prévoyant pas de protection contre les aléas de marché ni de garantie en capital, vous pourriez perdre tout ou partie de votre investissement. Pour plus d'information sur les risques, veuillez-vous référer au prospectus de l'OPC.

Principaux risques : risque de perte en capital, risque de gestion discrétionnaire, risque de marchés, risque sectoriel, risque lié aux critères extra-financiers (ESG), risque de durabilité, risque de crédit, risque de taux, risque de change, risque lié à l'utilisation d'instruments dérivés.

**Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DIC PRIIPS et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques et aux frais, disponibles sur le site Internet de Rothschild & Co Asset Management : [am.eu.rothschildandco.com](https://am.eu.rothschildandco.com)**



## Avertissements

Communication publicitaire, simplifiée et non contractuelle. Les informations, commentaires et analyses contenus dans ce document sont fournis à titre purement informatif et ne sauraient être considérés comme un conseil en placement, un conseil fiscal, une recommandation ou un conseil en investissement de la part de Rothschild & Co Asset Management. Les informations/ opinions/données contenues mentionnées dans ce document, considérées comme légitimes et correctes le jour de leur publication, conformément à l'environnement économique et financier en place à cette date, sont susceptibles d'évoluer à tout moment.

Bien que ce document ait été préparé avec le plus grand soin à partir de sources réputées fiables par Rothschild & Co Asset Management, il n'offre aucune garantie quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations et appréciations qu'il contient, qui n'ont qu'une valeur indicative et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Rothschild & Co Asset Management n'a pas procédé à une vérification indépendante des informations contenues dans ce document et ne saurait donc être responsable de toute erreur ou omission, ni de l'interprétation des informations contenues dans ce document. Toutes ces données ont été établies sur la base d'informations comptables ou de marché. Les données comptables n'ont pas toutes été auditées par un commissaire aux comptes.

En outre, compte tenu du caractère subjectif de certaines analyses, il convient de souligner que les informations, projections, estimations, anticipations, hypothèses et/ou opinions éventuelles ne sont pas nécessairement mises en pratique par les équipes de gestion de Rothschild & Co Asset Management ou de ses affiliés, qui agissent en fonction de leurs propres convictions. Certains énoncés prévisionnels sont préparés sur la base de certaines hypothèses, qui pourront vraisemblablement différer soit partiellement, soit totalement de la réalité. Toute estimation hypothétique est, par nature, spéculative et il est envisageable que certaines, si ce n'est l'ensemble, des hypothèses relatives à ces illustrations hypothétiques ne se matérialisent pas ou diffèrent significativement des déterminations actuelles. La présente analyse n'est valable qu'au moment de la rédaction du présent rapport.

R-co Thematic Real Estate est un compartiment de la Société d'Investissement à Capital Variable de droit français "R-Co", dont le siège social est 29, avenue de Messine – 75008 Paris, immatriculée 844 443 390 RCS PARIS. Les informations ne présument pas de l'adéquation de l'OPC présenté au profil et à l'expérience de chaque investisseur individuel. Rothschild & Co Asset Management ne saurait être tenu responsable d'aucune décision prise sur le fondement des éléments contenus dans ce document ou inspirée par eux. En cas de doute, et avant toute décision d'investir, nous vous recommandons de prendre contact avec votre conseiller financier ou fiscal. L'Organisme de Placement Collectif (OPC) présenté ci-dessus est organisé selon la loi française, et réglementé par l'Autorité des marchés financiers (AMF). L'investissement dans des parts ou actions de tout OPC n'est pas

exempt de risques. Avant tout investissement, il est impératif de lire attentivement le DIC et prospectus de l'OPC, et plus particulièrement sa section relative aux risques. Chaque investisseur doit également s'assurer des juridictions dans lesquelles les parts ou actions de l'OPC sont enregistrées. Le DIC PRIIPS/prospectus complet est disponible

sur notre site Internet : [www.am.eu.rothschildandco.com](http://www.am.eu.rothschildandco.com). La valeur liquidative (VL) / valeur nette d'inventaire (VNI) est disponible sur notre site internet. Les informations présentées ne sont pas destinées à être diffusées et ne constituent en aucun cas une invitation à destination de ressortissants des États-Unis ou de leurs mandataires. Les parts ou actions de l'OPC présenté dans ce document ne sont pas et ne seront pas enregistrées aux Etats Unis en application du U.S. Securities Act de 1933 tel que modifié ("Securities Act 1933") ou admises en vertu d'une quelconque loi des Etats-Unis. Ces parts ou actions ne doivent ni être offertes, vendues ou transférées aux Etats-Unis (y compris dans ses territoires et possessions) ni bénéficier, directement ou indirectement, à une "U.S. Person" (au sens du règlement S du Securities Act de 1933) et assimilées (telles que visées dans la loi Américaine dite "HIRE" du 18/03/2010 et dans le dispositif FATCA).

Les chiffres cités ont trait aux années écoulées. Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures, et ne sont pas constantes dans le temps. La valeur des investissements et des revenus en découlant peut varier à la hausse comme à la baisse, et n'est pas garantie. Il est donc possible que vous ne récupériez pas le montant initialement investi. Les variations des taux de change peuvent affecter à la hausse comme à la baisse la valeur des investissements et des revenus en découlant, lorsque la devise de référence de l'OPC est différente de la devise de votre pays de résidence. Les OPC dont la politique d'investissement vise plus particulièrement des marchés ou secteurs spécialisés (comme les marchés émergents) sont généralement plus volatils que les fonds plus généralistes et d'allocation diversifiée. Pour un OPC volatil, les fluctuations peuvent être particulièrement importantes, et la valeur de l'investissement peut donc chuter brusquement de façon importante. Les performances présentées ne tiennent pas compte des éventuels frais et commissions perçus lors de la souscription et rachat des parts ou actions de l'OPC concerné. Les portefeuilles, produits ou valeurs présentés sont soumis aux fluctuations du marché et aucune garantie ne peut être donnée quant à leur évolution future. Le traitement fiscal dépend de la situation individuelle de chaque investisseur, et peut faire l'objet de modifications.

Édité par Rothschild & Co Asset Management, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agréé AMF N° GP 17000014, RCS Paris 824 540 173.

Toute reproduction partielle ou totale de ce document est interdite, sans l'autorisation préalable de Rothschild & Co Asset Management, sous peine de poursuites.

### À propos de la division Asset Management de Rothschild & Co

Division spécialisée en gestion d'actifs du groupe Rothschild & Co, nous offrons des services personnalisés de gestion à une large clientèle d'investisseurs institutionnels, d'intermédiaires financiers et de distributeurs. Nous articulons notre développement autour d'une gamme de fonds ouverts, commercialisés sous quatre marques fortes : Conviction, Valor, Thematic et 4Change, et bénéficiant de nos expertises de long terme en gestion active et de conviction ainsi qu'en gestion déléguée. Basés à Paris et implantés dans 9 pays en Europe, nous gérons plus de 27 milliards d'euros et regroupons près de 160 collaborateurs. Plus d'informations sur : [am.eu.rothschildandco.com](http://am.eu.rothschildandco.com)



Rejoignez-nous  
sur **LinkedIn** 

Retrouvez toutes  
les informations sur  
[am.eu.rothschildandco.com](http://am.eu.rothschildandco.com)

 **Rothschild & Co**  
Asset Management