

Crise bancaire : Quelles conséquences pour les foncières ?



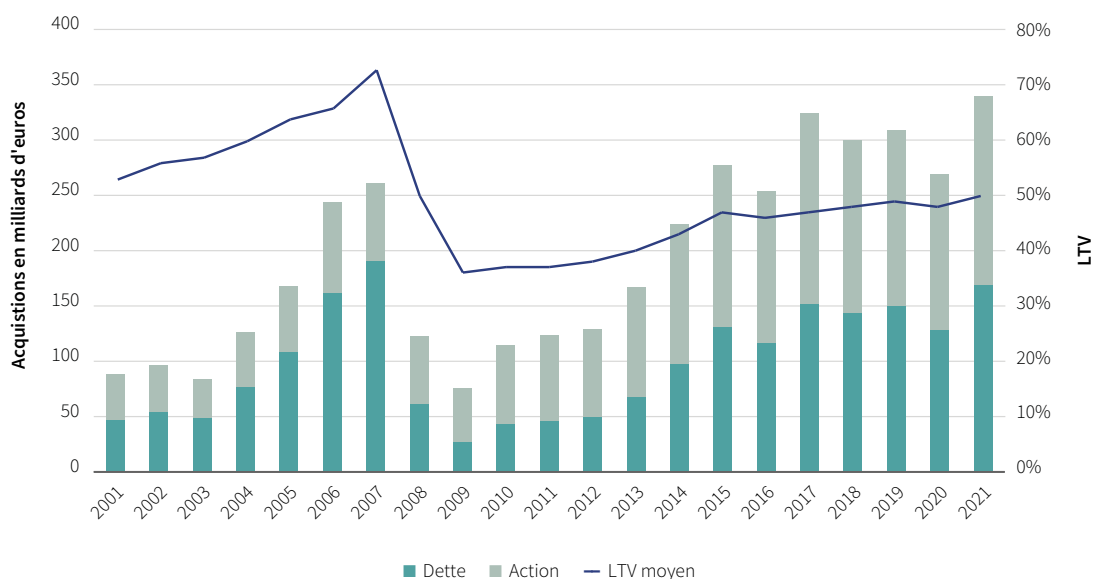
Paul Reuge
Gestionnaire de
R-co Thematic Real Estate

Les faillites de Silicon Valley Bank et de Crédit Suisse ont réveillé le spectre d'une crise bancaire provoquant une hausse des spreads⁽¹⁾ sur les marchés du crédit et, parallèlement, une baisse des valorisations boursières des foncières.

Bien que l'intervention des régulateurs ait permis de juguler rapidement la crise de part et d'autre de l'Atlantique, il reste encore un certain nombre d'incertitudes, notamment sur les risques que font pesés les refinancements à venir des prêts immobiliers commerciaux dans un contexte de remonté des taux et de crise pour certains marchés immobiliers. Ce constat est d'autant plus vrai en Amérique du Nord où les banques régionales cumulent une exposition sur les prêts en immobilier commercial pouvant dépasser 30 % (exposition directe et indirecte)⁽²⁾.

En **Europe**, la situation est moins préoccupante du fait d'une exposition mesurée des banques (9 % des prêts en moyenne selon l'autorité bancaire Européenne). En outre, les conditions de prêts octroyés post-2015 font état de ratios prudentiels bien plus conservateurs que lors de la grande crise financière avec des LTV⁽³⁾ inférieures à 50 %⁽⁴⁾, laissant une marge de sécurité importante en cas de retournement des marchés :

Effet de levier utilisé pour les investissements immobiliers en Europe depuis 2001



Source : ODDO BHF, mai 2023.

(1) Écart de rendement entre une obligation et un emprunt de maturité équivalente considéré comme "sans risque".

(2) Source : Moody's, mai 2023.

(3) *Loan to Value* : ratio entre le montant du prêt et la valeur du bien.

(4) Source : ODDO BHF, mai 2023.

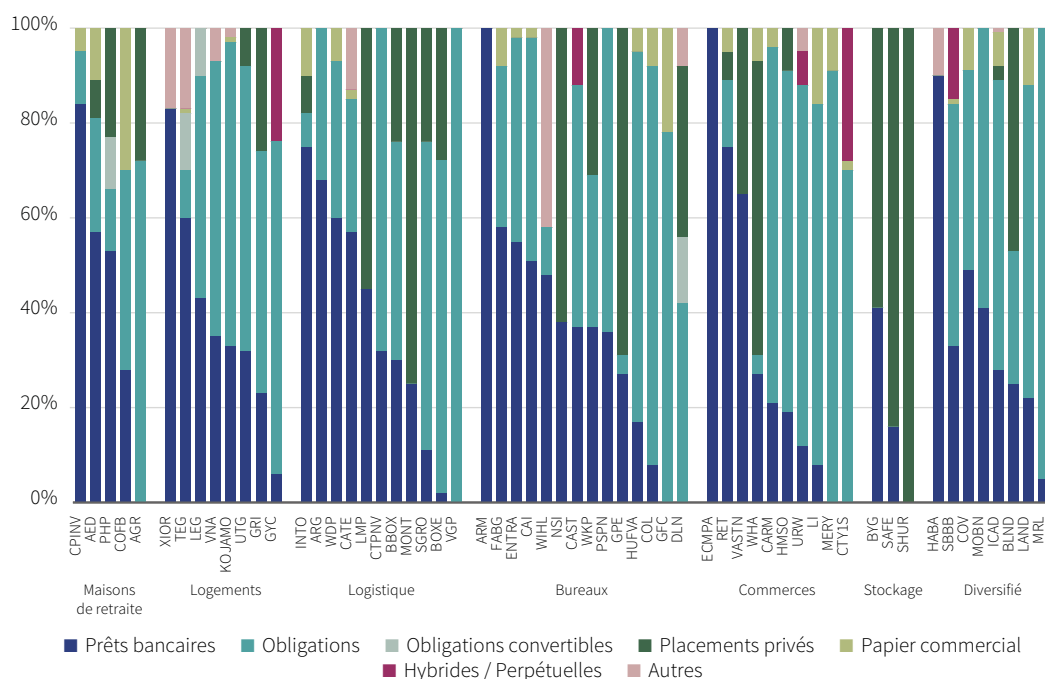
Les performances passées ne présument pas des performances futures.



Le risque immobilier pour le système bancaire européen semble donc contenu.

Pour autant, les banques vont, en toute vraisemblance, réduire ou limiter leur apport de liquidité au secteur, hors, elles restent la pierre angulaire des financements immobiliers. À titre d'exemple, le développement exponentiel des financements directs observés ces dernières années atteint 200 milliards d'euros mais ne représente qu'un vingtième des financements bancaires⁽⁵⁾. En conséquence, si les prêts bancaires devraient vraisemblablement être refinancés (exposition constante), la question se posera pour les nouvelles lignes remplaçant, par exemple, des **financements obligataires largement utilisées par les foncières depuis 2015**. Les émissions qui représentaient 1 % du marché *Investment Grade*⁽⁶⁾ en euro en 2013 sont passées à 6 % en 2022⁽⁷⁾. À fin janvier, Bank of America estime un total de 27 milliards d'euros de souches obligataires "immobilières" qu'il va falloir refinancer dans les années à venir. Les obligations représentent en moyenne un peu plus de 40 % du passif des foncières suivies par les prêts bancaires (35 %)⁽⁸⁾.

Ventilation du passif des foncières selon le type de dettes



Sources : Kempen, sociétés, mai 2023.

Axe des abscisses : Identifiants Bloomberg des sociétés.

(5) Sources : Prequin, BCE, Goldman Sachs, mai 2023.

(6) Titre de créance émis par des entreprises ou États dont la notation est comprise entre AAA et BBB- selon l'échelle de Standard & Poor's.

(7) Source : Bank of America, mai 2023.

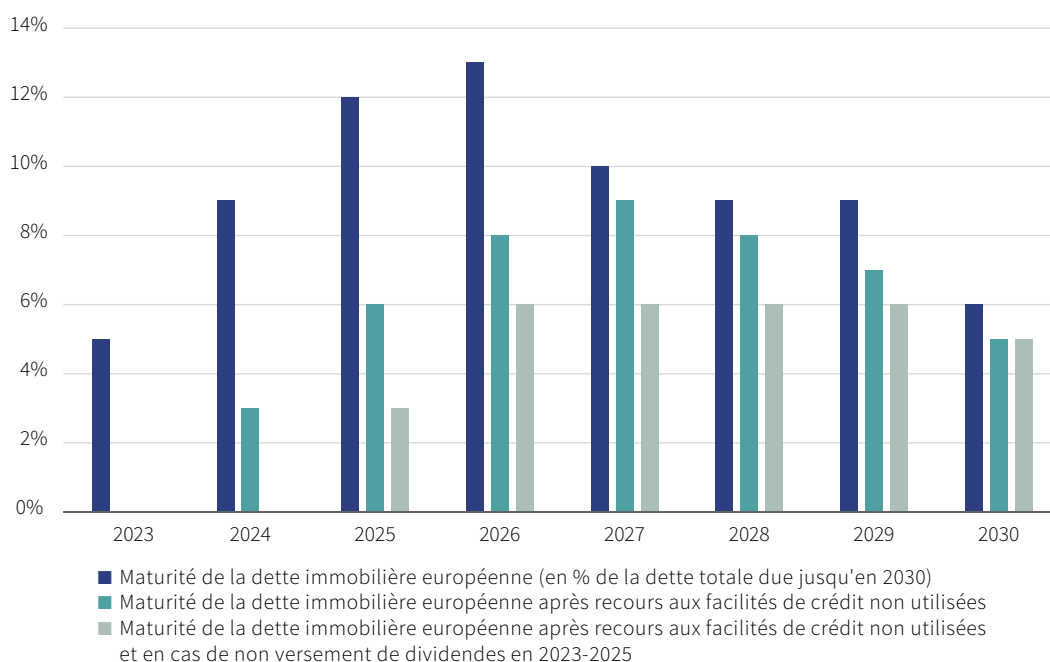
(8) Source : Kempen, mai 2023.

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



Les foncières ont toutefois du temps pour préparer leurs refinancements. Le pic du “mur de la dette” est attendu pour 2024-2025, mais si l’on tient compte des lignes de crédits non tirées, ce serait plutôt 2025-2026. Dans un scénario stressé, les foncières peuvent encore couper leur distribution et gagner une année supplémentaire :

Maturité de la dette immobilière européenne



Sources : Goldman Sachs, sociétés, Rothschild & Co Asset Management, mai 2023.

Ce temps devrait permettre aux sociétés d’attendre de dégel des marchés de l’investissement immobilier et procéder à des cessions, évitant de “rincer” les actionnaires en réalisant des augmentations de capital dilutives, vus les niveaux de valorisations actuels (décote moyenne de plus de 40 %). L’appétit des acheteurs pour les actifs conservant de bons fondamentaux est toujours présent, la stabilisation des politiques monétaires (point pivot) et une baisse des prix entre 10 % et 20 % (du pic au creux) devraient l’aiguïser. L’annonce récente de deux transactions par Vonovia pour un total de 1,5 milliards d’euros en est un bon exemple. La foncière a cédé un portefeuille de 560 millions d’euros au groupe de conseil en immobilier d’entreprise CBRE pour un rendement brut légèrement supérieur à 4 %, soit une décote de 10 % sur le prix expertisé en fin d’année, alors que la **décote sur actif brut valorisée en bourse est de -30 %⁽⁹⁾**. La seconde transaction est la cession d’une participation minoritaire (un tiers) d’un portefeuille de 3 milliards d’euros. La décote induite sur actif brut est, cette fois, “facialement” plus proche de la décote boursière, pour autant la structuration de l’opération (option de rachat, différence entre droits économiques et prorata de la participation, etc.) rend difficile sa transposition au reste du patrimoine pour les experts immobiliers. Elle permet, en revanche, dans un moment critique, de montrer aux investisseurs que la société peut avoir accès à des fonds propres rémunérés à 8 % contre 12 % sur les marchés financiers⁽¹⁰⁾.

Ce sont principalement les actifs faisant face à des changements structurels (télétravail ou e-commerce) “non prime⁽¹¹⁾” pour lesquels il sera difficile de faire revenir des acheteurs, ou alors sur des valorisations fortement réduites. Dans cette catégorie se trouvent, par exemple, des bureaux obsolètes (passoires thermiques) dans des zones secondaires affectées par le télétravail ou des commerces sur des formats en perte de vitesse dans des zones de chalandises déclinantes.

(9) Source : Rothschild & Co Asset Management, mai 2023.

(10) Source : Sociétés, mai 2023.

(11) Bâtiments qui ne sont pas aux dernières normes ou ne bénéficiant pas d’un emplacement central.

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



Analyse du risque en liquidité des différents marchés immobiliers

Classe d'actifs	Fondamentaux immobiliers	Taux de rendement		Ajustement des valeurs	Risque de liquidité
				(après décompression des rendements et effet loyer)	
		Avant correction	Estimé post-correction		
Bureaux					
Primes	++	< 3 %	[4 % ; 5 %]	[-10 % ; -15 %]	faible
Non primes	-	entre 4 % et 5 %	>> 5 %	>> -20 %	élevé
Commerces					
		autour de 5 %			
Primes	+	[4 % ; 5 %]	[5 % ; 6 %]	[0 % ; -5 %] ⁽¹⁾	faible
Non primes	-	>> 5 %	>> 6 %	>> -20 %	élevé
Logistique	+	< 3 %	[4 % ; 5 %]	[-15 % ; -20 %]	faible
Santé	+	entre 4 % et 5 %	[5 % ; 6 %]	[-5 % ; -10 %]	faible
Résidentiel	+	< 3 %	[4 % ; 5 %]	[-15 % ; -20 %]	faible

(1) Ajustement déjà réalisé durant la crise du Covid-19

Source : Rothschild & Co Asset Management, mai 2023.

Conclusion

La décote actuelle cristallise la baisse des prix sur les marchés immobiliers mais surtout, par son ampleur, le risque d'augmentations de capital dilutives pour les sociétés trop endettées. La maturité du passif des foncières en Zone euro leur laisse cependant un horizon de temps raisonnable pour rembourser les dettes en procédant à des cessions. L'exemple des ventes déjà réalisées dans un contexte de marché de l'investissement à l'arrêt est encourageant, le retour progressif des transactions devrait permettre aux marchés financiers de mieux appréhender le risque de refinancement et ainsi de limiter la décote.

Achevé de rédiger le 12 mai 2023



Performances	Depuis le début de l'année	2022	2021	2020	2019	2018	Volatilité 1 an
R-co Thematic Real Estate C EUR	0,4 %	-23,5 %	6,6 %	-22,8 %	21,6 %	-7,5 %	24,6 %
IEIF Eurozone coupons nets réinvestis ⁽¹⁾	-1,0 %	-34,6 %	2,1 %	-10,7 %	21,5 %	-9,9 %	26,4 %

(1) Indice de référence

Sources : Rothschild & Co Asset Management Europe, 28/04/2023.

Risque SRI : 5

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 : risque de crédit, 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 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 Europe : am.eu.rothschildandco.com

Part(s)	C EUR	I EUR	P EUR ⁽¹⁾	D EUR	ID EUR	I2 EUR	F EUR	CL EUR ⁽¹⁾
Code ISIN	FR0007457890	FR0010680553	FR0013293925	FR0007474028	FR0011361062	FR0011885789	FR0011885797	FR0013293909
Affectation des résultats	Capitalisation	Capitalisation	Capitalisation	Distribution	Distribution	Capitalisation	Capitalisation	Capitalisation
Souscripteurs concernés	Tous souscripteurs	Institutionnels	Cf. ci-après ⁽¹⁾	Tous souscripteurs	Institutionnels	Tous souscripteurs	Tous souscripteurs	Cf. ci-après ⁽¹⁾
Minimum de souscription initiale	5 actions	1 000 000 €	1 action ou 500 000 € pour les institutionnels	5 actions	1 000 000 €	1 action	1 action	1 action ou 500 000 € pour les institutionnels
Frais de gestion maximum	1,50 %	0,75 %	0,95 %	1,50 %	0,75 %	0,75 %	2,10 %	1,25 %
Commission de souscription (max)	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	5,0 %	2,5 %	3,0 %
Commission de rachat (max)	-	-	-	-	-	-	-	-
Coût de transaction	1,03 %	1,03 %	1,03 %	1,03 %	1,03 %	1,03 %	1,03 %	1,03 %
Commission de surperformance	15 %	-	15 %	15 %	-	-	-	-
Pays d'enregistrement	FR - AT - BE - DE - ES - IT - LU	FR - AT - BE - DE - LU - NL	FR - AT - BE - DE - ES - IT - LU - NL	FR - AT - DE - ES	FR	FR	FR - ES - IT	FR - NL

(1) La souscription de ces actions est réservée aux investisseurs ou intermédiaires, soumis à des législations nationales interdisant toutes rétrocessions aux distributeurs (par exemple Grande Bretagne et Pays-Bas) ou fournissant un service de conseil indépendant au sens de la réglementation européenne MIF2 ou de gestion individuelle de portefeuille sous mandat ainsi qu'aux investisseurs institutionnels dont le montant minimum de souscription initiale est de 500 000 euros.

Les performances passées ne présument pas des performances futures.

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



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/prospectus complet est disponible

sur notre site Internet : 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 États-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 États-Unis. Ces parts ou actions ne doivent ni être offertes, vendues ou transférées aux États-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 Europe, Société de gestion de portefeuille au capital de 1 818 181,89 euros, 29, avenue de Messine – 75008 Paris. Agrément 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 Europe, 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 23 milliards d'euros et regroupons près de 150 collaborateurs. Plus d'informations sur : am.eu.rothschildandco.com



Rejoignez-nous
sur **LinkedIn** 

Retrouvez toutes
les informations sur
am.eu.rothschildandco.com

 **Rothschild & Co**
Asset Management