

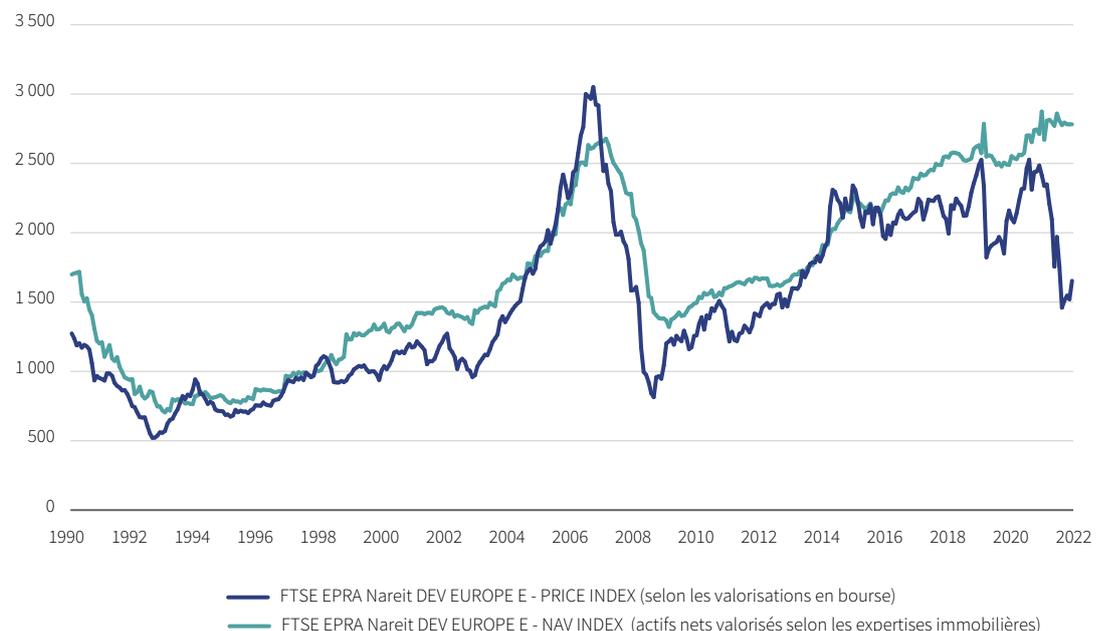
Stratégie immobilière 2023 : Faut-il arbitrer l'immobilier "direct" en faveur de l'immobilier coté ?



Paul Reuge
Gestionnaire de
R-co Thematic Real Estate

Le décalage de valorisation observé entre les marchés immobiliers et les foncières cotées peut, en effet, mener à ce constat. Après le point bas de septembre/octobre 2022, où la décote a atteint jusqu'à 45 %, l'immobilier coté est toujours bon marché, même après le rattrapage de début d'année, avec actuellement 35 % de décote⁽¹⁾.

Evolution des actifs nets⁽¹⁾ des foncières selon les marchés financiers ou les expertises immobilières



Sources : Datastream, EPRA, 28/02/2023.
(1) Valeur des immeubles, dette déduite.

Les anticipations des marchés financiers sur l'évolution des prix immobiliers sont-elles trop pessimistes ?

La liquidité au sein des marchés immobiliers européens s'est asséchée en fin d'année dernière. Les transactions ont reculé en moyenne de 18 % en 2022, avec une forte décélération au quatrième trimestre (-58 %⁽²⁾). La baisse des volumes de transaction varie de façon conséquente entre secteurs avec, par exemple, une progression annuelle de 20 % pour les commerces, seul secteur en hausse, et un effondrement de 46 % pour le résidentiel⁽³⁾.

(1) Source : Sociétés, Bloomberg, 01/03/2023.

(2) Source : CBRE, mars 2023.

(3) Source : Bloomberg, 01/03/2023.

Les performances passées ne présument pas des performances futures.

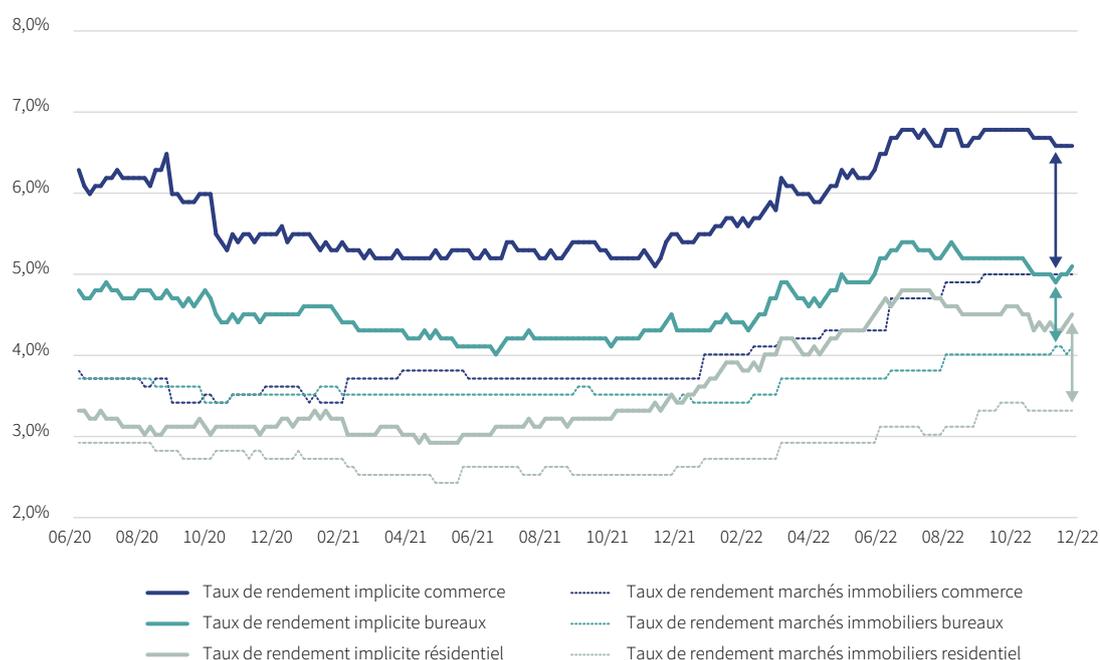


Cette disparité s'explique essentiellement par l'écart de rendement entre les classes d'actifs dans un contexte historique de remontée des taux d'intérêt. Le rendement du résidentiel allemand est passé sous la barre des 3 %⁽⁴⁾ avant le retournement du cycle monétaire intervenu fin 2021. La prime de risque, encore significative lorsque les taux étaient négatifs, est actuellement quasi-nulle !

À l'inverse, les rendements des commerces, dont l'ajustement a commencé avant le resserrement des politiques monétaires, ont offert un "coussin" plus important pour absorber la hausse des taux. On retrouve cette hétérogénéité entre classes d'actifs dans les performances boursières de 2022 et, implicitement, dans les baisses des valorisations des marchés immobiliers actuellement anticipées.

À titre d'illustration, le résidentiel allemand a concédé une baisse moyenne de 50 % l'an dernier⁽⁵⁾, ce qui correspond à un rendement implicite des actifs de 4,5 %, reconstituant une prime de risque de 150 à 200 points de base⁽⁶⁾ ! Pour le commerce, la performance a été de -5 %, le taux de rendement implicite de 6,6 % offrant toujours une marge considérable vis-à-vis des taux longs⁽⁶⁾.

Variation des taux de rendement des différentes classes d'actifs immobilières



Sources : Greenstreet, Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 28/02/2023.

Globalement, la prime de risque implicite du secteur sur les niveaux de cours et de taux actuels (Bund à 2,7 %⁽⁴⁾) de 170 points de base (pdb) a été reconstituée et est supérieure à sa moyenne long terme (environ 150 pdb de 1990 à 2008⁽⁷⁾) mesurée avant la décennie d'assouplissement monétaire débutée en 2008. La baisse des taux n'ayant jamais été complètement reflétée dans les rendements immobiliers post-2008, illustrant la prudence relative des investisseurs, la prime de risque a, en conséquence, augmenté sur la période (3 % en moyenne entre 2008 et 2021)⁽⁷⁾ et ne peut donc servir de référence. **Si l'ajustement en bourse semble donc suffisant, peut-on s'attendre à une correction similaire sur les marchés immobiliers ?**

Vraisemblablement non, car il faut tenir compte de l'inflation dont le niveau actuel est comparable à celui des années 80, période pendant laquelle les rendements des actifs immobiliers étaient très inférieurs aux rendements d'État (prime de risque négative). Une telle situation limite le besoin d'ajustement des rendements puisque l'acheteur bénéficie, en réalité, d'une prime de risque (en tenant compte de l'indexation des loyers) bien plus importante. La capacité des loyers à capter l'inflation est donc primordiale, si celle-ci est contractuelle, elle reste dépendante sur le moyen/long terme de la situation des marchés locatifs.

(4) Source : Brokers immobiliers, mars 2023.

(5) Source : Bloomberg, 01/03/2023.

(6) Source : Rothschild & Co Asset Management Europe, 01/03/2023.

(7) Source : Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe, 01/03/2023.

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



Quelle est la situation sur les marchés locatifs ?

Ces derniers sont globalement bien orientés. Seuls les bureaux situés dans des zones secondaires font face à des difficultés. C'était déjà le cas avant la crise sanitaire et l'essor du télétravail, c'est encore plus vrai aujourd'hui. S'ajoute le problème de l'obsolescence des immeubles pouvant conduire, pour les cas désespérés, à envisager une transformation en logement. Pour les bureaux "primes"⁽⁸⁾ l'engouement reste fort et les loyers progressent (à Paris QCA⁽⁹⁾ la barre des 1 000 €/m² a été franchie⁽¹⁰⁾). Du côté des centres commerciaux, la classe d'actifs a démontré sa résilience. La croissance future des loyers va rester bridée par la baisse de marges des enseignes (inflation) et leurs besoins d'investissement pour développer l'e-commerce. En revanche, le magasin physique restant la clef de voute des stratégies omnicanales, il offre une protection des loyers pour les bons emplacements.

Le résidentiel allemand va continuer de bénéficier d'un marché locatif tendu avec un taux de vacance dans les principales métropoles de moins de 5 %⁽¹⁰⁾, de l'afflux de migrants ukrainiens après l'arrivée des réfugiés syriens en 2015, qui avait "boosté la demande", et également d'une indexation bien orientée (la réglementation va cependant lisser l'inflation dans le temps).

	Résidentiel allemand	Centres commerciaux	Bureaux
Taux de rendements	Trop faible, la prime de risque avec les taux long a disparu en 2022 (-)	Déjà bien corrigé après les difficultés rencontrées par le secteur et la crise sanitaire (+)	Trop faible pour les actifs <i>primes</i> (-)
Taux de vacances	Très faible dans les grandes métropoles (+)	Faible dans les centres commerciaux fréquentation toujours inférieures à 2019 (+)	Marché bipolaire, faible en centre ville, forte en zone non <i>prime</i> (+/-)
Offre future	Limitée (+)	Limitée pour les centres commerciaux, poursuite de la réduction des m ² non rentables (autres commerces) (~)	Limitée dans les zones <i>primes</i> , attention aux zones périphériques plus impactées par le télétravail (+/-)
Demande future	Forte, poursuite de la hausse du nombre de ménage, vague d'immigration Ukrainienne (+)	La transition des enseignes vers le modèle gagnant omnicanal remplace le magasin physique au centre de la stratégie (~)	Forte pour les actifs <i>primes</i> (+/-)
Indexation	Bonne mais étalée dans le temps car marché réglementé (~)	Forte (+)	Forte (+)
Notre opinion	Fondamentaux solides, ajustement des prix à venir estimé entre 10 % et 15 % (mais déjà valorisé en bourse)	Positif, le modèle se montre résistant après la succession des crises conjoncturelles et structurelles. Croissances des loyers faibles à modérées hors indexation mais valorisation intéressante	Les meilleurs actifs profitent du télétravail, croissance des loyers fortes dans les marchés <i>primes</i> limitant l'effet de la hausse des rendements sur les actifs. Dans les zones secondaires, baisse ou stabilité des loyers, rendement plus élevé limitant l'effet de la hausse des taux.

Au final, en tenant compte de l'inflation et de la situation des marchés locatifs, la réappréciation en cours des rendements sur les marchés immobiliers (sous l'effet de la baisse des prix) pourrait être bien moindre que celle anticipée par les marchés financiers. En d'autres termes, la hausse des loyers va modérer l'effet de la décompression des taux de rendement sur la valeur des actifs.

(8) Bâtiments aux dernières normes bénéficiant d'un emplacement central.

(9) Quartier Central des Affaires.

(10) Source : Brokers immobiliers, mars 2023.

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



Quelles sont les forces de rappel susceptibles de permettre une revalorisation des foncières ?

Il y a en a principalement trois découlant les unes des autres :

- Une visibilité accrue sur la macroéconomie
- Le retour des transactions sur les marchés immobiliers
- Le désendettement des foncières trop endettées

Concernant le premier critère, les acheteurs ont besoin d'avoir de la visibilité sur le niveau d'atterrissage des taux d'intérêt et de l'inflation. L'atteinte du point pivot⁽¹¹⁾ sera, de ce point de vue, une bonne nouvelle pour le secteur. Les acheteurs devraient retrouver de la visibilité et être en mesure de valoriser les actifs, synonyme d'un retour progressif de la liquidité sur les marchés immobiliers. Les foncières trop endettées seront alors en capacité d'entamer la réduction de leur bilan. Dans cette perspective, le portage attractif du secteur avec un rendement de 5 %⁽¹²⁾, permet à l'investisseur patient d'attendre sa revalorisation et/ou de se prémunir face à une baisse des marchés immobiliers.

Achevé de rédiger le 2 mars 2023

(11) Point haut atteint par les taux directeurs lors d'une phase de resserrement monétaire.

(12) Source : Bloomberg, 01/03/2023.

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



Performances	Depuis le début de l'année						Volatilité 1 an
	2022	2021	2020	2019	2018		
R-co Thematic Real Estate C EUR	10,2 %	-23,5 %	6,6 %	-22,8 %	21,6 %	-7,5 %	24,1 %
IEIF Eurozone coupons nets réinvestis ⁽¹⁾	9,4 %	-34,6 %	2,1 %	-10,7 %	21,5 %	-9,9 %	25,4 %

(1) Indice de référence

Sources : Rothschild & Co Asset Management Europe, 28/02/2023.

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 DICI 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 souscrivant via des distributeurs 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'au 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.



Disclaimer

Communication publicitaire, simplifié et non contractuel. 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 Europe. 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 Europe, 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 Europe 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 Europe 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 Europe 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 DICI 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 DICI/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 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 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 Rothschild & Co Asset Management Europe

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