

LES FONDS IMMOBILIERS NON COTÉS FACE AU DEUXIÈME TOUR DE LA CRISE – LA RÉSISTANCE DES VALEURS

PAR DANIEL WHILE, MRICS
DIRECTEUR RECHERCHE & STRATÉGIE



Après notre série de notes hebdomadaires durant la période de confinement, et avec le recul donné par les récents développements sanitaires (fin de la première vague de l'épidémie et déconfinement progressif de l'Europe continentale) il nous a paru intéressant de reprendre le fil de l'analyse. En particulier, la question des valorisations immobilières se pose, au regard du nouvel environnement économique. C'est la situation des fonds immobiliers non cotés (SCPI, SCI, OPCI) que nous examinerons plus particulièrement, en positionnant les stratégies de Primonial REIM dans cette analyse.

Premier tour de la crise : passage réussi pour les gérants immobiliers

La problématique actuelle ne porte plus sur le recouvrement des loyers durant le confinement. Celui-ci a été réalisé tant bien que mal par les sociétés de gestion et l'impact spécifique des impayés du deuxième trimestre 2020

sur le rendement annuel apparaît finalement comme modéré. Les tendances lourdes des fonds immobiliers non cotés ces dernières années contribuent à leur résilience : augmentation de l'allocation vers des classes d'actifs moins exposées (santé, logistique, résidentiel), diversification du risque locatif par l'augmentation de la taille des portefeuilles, investissement hors de France et notamment en Allemagne où le confinement a été plus souple.

Les outils techniques à la disposition des gérants immobiliers leur permettent, en outre, de lisser l'impact du confinement sur leur structure de revenus : qu'il s'agisse de la mensualisation des loyers, de l'allongement des baux en contrepartie de franchises, du paiement des loyers à terme échu, du report de loyers ou de la ponction dans les réserves du fonds, il existe quantité de moyens de soulager momentanément la trésorerie d'un locataire sans aboutir à un impayé pur et simple. L'ensemble de ces moyens ont été utilisés par les gérants immobiliers. L'impayé est resté l'ultime recours.

Le patrimoine de Primonial REIM face au confinement

Notre analyse, exposée dès la fin mars 2020, classait les différents segments immobiliers en fonction de leur vulnérabilité face à la situation exceptionnelle du confinement.



Les politiques d'investissement de Primonial REIM ces dernières années, exposées dans nos thèses d'investissement, sont orientées vers :

- Le bureau (54% de notre portefeuille) avec une priorité aux actifs **core**, loués à des grandes entreprises.
- L'immobilier de santé (29%), principalement les EHPAD mais également les cliniques, avec une priorité accordée aux grands opérateurs privés pan-européens.
- Les murs de commerces (10%), avec une priorité accordée aux murs de magasins en centre-ville.
- L'immobilier résidentiel (4%) français dans les principales métropoles et en Ile-de-France.
- L'hôtellerie (3%) via, notamment, un partenariat avec l'un des opérateurs les plus solides de l'hôtellerie économique.

Cette allocation défensive, couplée à une diversification étendue (1131 immeubles, 7000 locataires, 7 pays) sera un facteur de résilience de notre patrimoine et, par conséquent, de celui de nos investisseurs.

Deuxième tour de la crise : un choc économique d'ampleur inédite

Pour autant, la « crise du Covid-19 » ne saurait se réduire à un trou d'air de deux mois dans la trésorerie des entreprises. Ce n'est qu'après le confinement que l'on pourra véritablement constater l'ampleur du choc économique. Il pourrait être la combinaison de plusieurs facteurs :

Une demande qui ne reviendra pas d'un seul coup, du fait des restrictions imposées (« distanciation sociale ») et de l'appréhension des consommateurs. En particulier, le retour des personnes âgées à fort niveau de revenu et de la « surépargne » constituée durant le confinement sont nécessaires à l'économie.

- Des entreprises dont les fonds propres sont durablement touchés. Si le PGE (Prêt Garanti par l'Etat) a joué son rôle de maintien des entreprises, il ne peut pas empêcher la dégradation de leurs comptes, notamment ceux des plus fragiles : indépendants, TPE, petites PME de services etc. Cela ne se traduit pas seulement en faillites, mais également par la réduction des capacités d'investissement.
- L'environnement macroéconomique marqué par des déséquilibres inédits : fermeture des frontières, coût massif d'une recomposition des chaînes logistiques mondiales, niveaux records d'endettement et de déficit des Etats, volatilité boursière. Et c'est sans compter l'environnement social dont la détérioration ne fait guère de doute et pourrait déboucher sur le retour du risque politique dans les évaluations des investisseurs.

Même à supposer qu'il n'y ait pas de retour du danger sanitaire, les prévisions économiques les plus récentes témoignent de l'ampleur du choc économique. La Banque

de France prévoit une chute de 10% du PIB en 2020 suivie d'un rebond de 7% en 2021 puis de 4% en 2022. Xerfi table sur 900 000 chômeurs supplémentaires d'ici la fin de l'année, ce qui porterait le taux de chômage français à 11%, un niveau similaire à celui observé en 2008-2009. Notons cependant que le plan de relance européen s'établit aux bons ordres de grandeur (5% du PIB de l'Union Européenne) et pourrait, s'il est bien ciblé, accélérer la reprise.

Quelles sont les conditions de la résistance des valeurs immobilières dans ce contexte ?

Premier amortisseur : expertise contre cotation

Il faut d'abord rappeler que les modes de valorisation de l'immobilier non coté sont fondamentalement différents des valeurs cotées en Bourse, dont le cours varie quotidiennement en fonction de l'offre et de la demande de titres, avec une forte corrélation aux indices globaux.

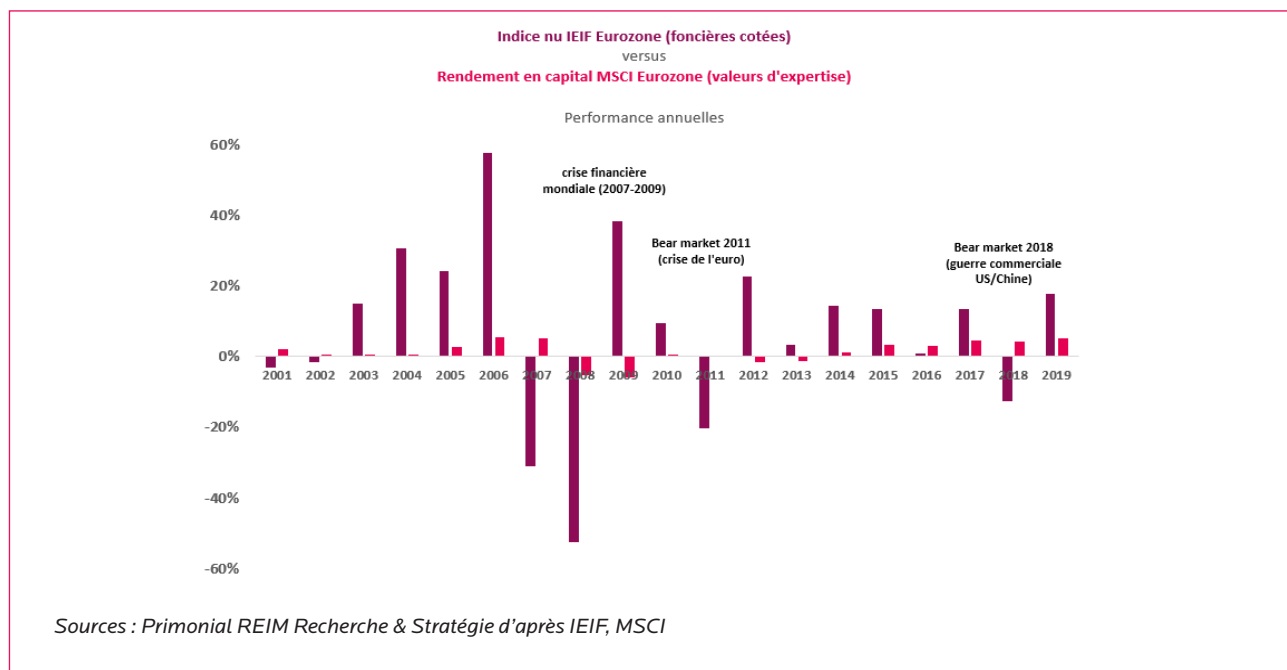
Les actifs immobiliers sont valorisés par des experts indépendants. Les experts appliquent une combinaison de méthodologies :

- Méthode par comparaison, sur la base de transactions comparables,
- Méthode par actualisation des flux (notamment locatifs) futurs,
- Méthode par capitalisation, qui consiste à appliquer un taux de capitalisation au revenu locatif pour en déduire le prix. Le taux de capitalisation renvoie à une prime de risque qui varie en fonction des caractéristiques de l'immeuble dans son marché.

Historiquement, la comparaison entre le cours des foncières (indice nu IEIF Eurozone) et les valeurs d'expertise des

patrimoines institutionnels (indice MSCI Eurozone – rendement en capital) sur les 20 dernières années est éloquent : la volatilité des cours est sans commune mesure avec la volatilité des valeurs d'expertise immobilières. La crise financière mondiale de 2008 s'est traduite, pour les foncières, par des pertes historiques (-31% en 2007 lors de la crise des subprime US, -53% en 2008 lors de

l'éclatement de la crise financière), mais pour les valeurs d'actifs immobiliers elle ne s'est traduite que par deux années de baisse modérée, d'ailleurs plus tardives (-5,3% en 2008 et -5,9% en 2009). Les tempêtes boursières de 2011 et 2018, liées à des événements macroéconomiques et non immobiliers, ont vu les foncières plonger et les valeurs d'expertise rester stables.



Deuxième amortisseur : la prime de risque immobilière

Le niveau de la prime de risque immobilière s'établit fin 2019 à 270 points de base, soit le plus haut niveau jamais enregistré historiquement.

La prime de risque se mesure, par convention, comme la différence entre le rendement locatif à l'acquisition des actifs immobiliers et le taux des obligations souveraines à 10 ans, considéré comme l'étalon du taux « sans risque ». La valorisation pertinente des immeubles doit être telle que leur taux de rendement doit rémunérer les risques spécifiques de l'immobilier. La prime de risque constatée sur le marché mesure donc le degré auquel les risques immobiliers sont effectivement rémunérés. Toutes choses égales par ailleurs, si les investisseurs consentent à acheter des biens dont les risques ne sont pas rémunérés, on peut considérer que l'immobilier est surévalué et qu'on est en présence d'une bulle. Si les investisseurs acquièrent des biens à un taux de rendement qui rémunère largement le risque, on peut considérer que la valorisation des biens est cohérente, même si le taux de rendement est bas.

L'historique de la prime de risque permet donc de comprendre les évolutions des valeurs immobilières. En

2007 la prime de risque du bureau était négative : dans ces conditions les valorisations immobilières étaient excessives, et la prime de risque s'est reconstituée les années suivantes par la baisse des valeurs (-7,9% en 2008 puis -8,9% en 2009). A cet égard la crise de 2008 était fondamentalement une crise des valorisations, du « dénominateur » de l'économie.

Les années 2012 – 2019 ont vu se constituer une prime de risque immobilière historiquement élevée, dans un contexte de chute des taux des obligations d'Etat organisée par les banques centrales. Les investisseurs sont restés prudents et n'ont pas accompagné cet effondrement de l'OAT 10 ans : l'impératif de rendement a prévalu. Cela peut s'expliquer par deux facteurs :

- Le profil défensif des investisseurs immobiliers institutionnels sur la période, composé en majeure partie d'assureurs français à la recherche de revenu, dans une optique non spéculative.
- Le souci de ces investisseurs de constituer une provision en cas de hausse des taux directeurs. Celle-ci n'est pas advenue, mais l'hypothèse d'une normalisation des politiques monétaires a modéré les valorisations.

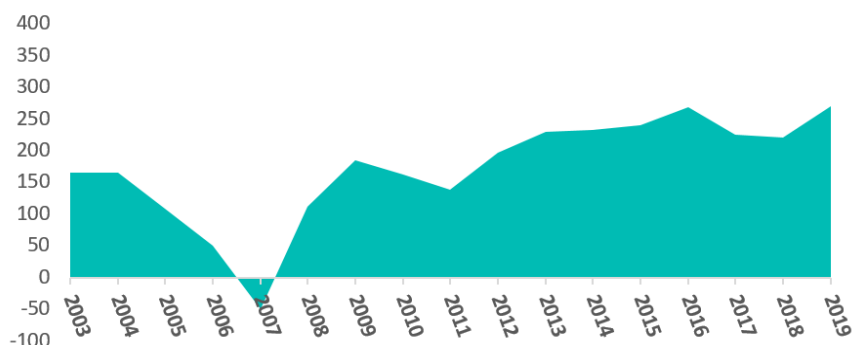
Ce constat est majeur pour l'avenir des valeurs immobilières dans la crise actuelle. En effet, **dans la mesure où l'environnement de taux directeurs bas est pérennisé par les Banques Centrales, la provision constituée ces dernières années devient un amortisseur des effets de la crise économique sur les valorisations.**

Contrairement à la situation qui prévalait en 2008, le marché immobilier aborde donc la crise économique post-Covid avec une prime de risque élevée qui doit lui permettre d'affronter la dégradation des perspectives de loyer. Cette dernière dépend, comme nous l'avons identifié dans nos précédentes notes, des profils de locataires et des formats immobiliers. Nous pensons que le marché pénalisera lourdement les actifs vacants et les formats fragiles (galeries commerciales, hôtels de tourisme moyenne gamme, actifs dédiés aux TPE-PME) mais maintiendra sa confiance aux actifs à baux longs (cliniques, EHPAD, résidences étudiantes) et aux locataires/opérateurs solvables.

Le point de vigilance principal, dans le marché de l'immobilier d'investissement, reste la liquidité. Il apparaît aujourd'hui que le marché immobilier a poursuivi des transactions au deuxième trimestre 2020 et qu'elles se sont réalisées à des conditions assez cohérentes avec les conditions pré-Covid. Il n'est pas apparu de « ventes forcées » résultant, par exemple, de l'activation de covenants bancaires. Les fonds immobiliers non cotés ne connaissent pas de décollecte nette. Le maintien de cette situation est crucial pour que les comparables restent représentatifs et que ne se constitue pas une prime d'illiquidité qui attaquerait les valorisations.

Nous nous inscrivons dans le consensus actuel qui évalue le repricing de l'immobilier de bureau prime à environ 60 points de base¹, soit des niveaux de rendement proches de ceux de 2014.

Prime de risque immobilière
(bureau prime Paris QCA - OAT 10 ans)
en points de base



Sources : Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Oxford Economics, BNP PRE

Troisième amortisseur : les règles spécifiques aux fonds immobiliers non cotés

Il est important de considérer que la valorisation de l'immobilier et la valorisation des parts de fonds non cotés investis en immobilier ne sont pas absolument équivalents. Il existe différents types de fonds, qui ont des modes de valorisation de leurs parts différents. Si l'on considère les principaux formats de fonds immobiliers non cotés accessibles au grand public, on doit distinguer :

- **Les OPC I Grand Public.** Ils se valorisent par une valeur liquidative bimensuelle qui restitue la valeur actuelle de leur portefeuille. La part mobilière de leur portefeuille

est valorisée selon les conditions des marchés financiers et la part immobilière de leur portefeuille est valorisée selon les expertises immobilières, dont la fréquence (trimestrielle, semestrielle) varie selon les produits.

- **Les SCI** (ou FIA par objet), dont la valorisation est celle de l'Actif Net Réévalué, ou valeur liquidative du patrimoine. Le patrimoine des SCI est généralement constitué de classes d'actifs dont les modalités de valorisations sont différentes : dernières expertises en date pour la composante immobilière ; dernières valeurs de retrait pour les parts de SCPI ; dernières valeurs liquidatives pour les OPCVM, etc. Surtout, l'Actif Net Réévalué d'une SCI comprend le revenu locatif :

¹ IEIF, 30 avril 2020. Le baromètre MSCI de Juin 2020, sur la base de sondages auprès d'investisseurs institutionnels, évoque « une baisse modérée des valeurs vénales de l'ordre de 10% ».

celui-ci n'est pas « détaché » comme le coupon d'une obligation, il est capitalisé et concourt à la valorisation de la SCPI. En ce sens il constitue une force de rappel si les valeurs d'expertise baissaient.

- **Les SCPI** ont le mode de valorisation le plus protecteur du capital, dans la mesure où elles ne sont pas tenues de répliquer en temps réel la valeur liquidative du patrimoine. Les SCPI sont donc particulièrement équipées pour traverser des baisses de valeur modérées et ponctuelles. La valorisation des parts de SCPI obéit à la règle suivante : le prix de souscription est fixé de façon discrétionnaire par la société de gestion sur la

base de la valeur de reconstitution du patrimoine². Tout écart entre le prix de souscription et la valeur de reconstitution des parts supérieur à 10 % doit être justifié par la société de gestion et notifié à l'Autorité des marchés financiers. La valeur de reconstitution du patrimoine correspond à la valeur d'expertise des actifs du portefeuille (y compris la trésorerie) augmentée des frais d'acquisition et de la commission de souscription. Si le prix de souscription n'est pas trop élevé par rapport à la valeur de reconstitution, une baisse de cette dernière est donc absorbable sans que la valeur de part de la SCPI ne soit modifiée.

Dans le cas des SCPI gérées par Primonial REIM, les prix de souscriptions actuels sont soit inférieurs, soit équivalents aux valeurs de reconstitution du 1^{er} janvier 2020. On peut mesurer la résilience des valeurs de part en calculant la baisse de la valeur de reconstitution qu'il faudrait, pour qu'elle se situe à un niveau qui contraindrait le prix de souscription à s'ajuster à la baisse.

SCPI	Primopierre (bureaux)	Primovie (santé/éducation)	Patrimmo Commerce (commerce)	Primofamily (résidentiel)	Patrimmo Croissance (résidentiel)
Prix de souscription au 1^{er} janvier 2020	208,00	203,00	197,00	194,00	615,58
Valeur de reconstitution au 1^{er} janvier 2020	227,23	203,87	198,37	203,35	635,90
Baisse théorique de la valeur de reconstitution absorbable sans modifier la valeur de part	-17%	-9%	-10%	-13%	-12%

Dès lors, la baisse telle qu'elle est quantifiée par le marché n'aurait pas d'impact négatif sur les valeurs de part des SCPI gérées par Primonial REIM.

Conclusion : cap sur 2022 !

On peut faire le constat qu'il existe d'importantes forces de rappel des valorisations immobilières, qui n'existaient pas en 2008, et rappeler que les fonds immobiliers non cotés disposent d'atouts spécifiques pour traverser une crise violente mais ponctuelle. Car c'est bien ce que désignent les perspectives économiques du FMI ou de la Banque Mondiale : non pas un scénario de dépression longue comparable à la crise de 1929, mais une récession à deux chiffres en 2020 suivie d'une reprise avant d'arriver dans 2 ans au niveau de PIB de fin 2019.

Dès lors, du point de vue des ménages français qui ont épargné plus de 60 milliards d'euros supplémentaires durant le confinement, se pose la question du redéploiement de cette épargne forcée, sans tomber dans les pièges des paris à court terme. Notre conviction est que les fonds immobiliers non cotés, aujourd'hui plus encore qu'hier, peuvent satisfaire à leur vocation : aider les épargnants à redevenir investisseurs.

² | Art. L 214-94 du Code Monétaire et Financier.

Primonial Real Estate Investment Management (PREIM) est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) le 16 décembre 2011.

Elle a reçu l'agrément AIFM le 10 juin 2014. Son métier consiste à créer, structurer et gérer des placements immobiliers de long terme auprès des investisseurs particuliers et institutionnels.

Primonial REIM développe un champ de compétences global :

- multi-produits : SCPI, OPCI, SCI,
- multi-secteurs : bureaux, commerces, résidentiel, hôtellerie, immobilier de santé et d'éducation,
- multi-zones : France, Allemagne, Espagne, Italie, Belgique, Irlande, Pays-Bas.

Au 31 décembre 2019, Primonial REIM, c'est :

- + de **21 milliards d'euros** d'encours sous gestion,
- **67 841** associés,
- **46 FIA** immobiliers,
- un patrimoine de **4 251 623 m²** et **7 000 locataires** dont une part importante de grandes entreprises locataires (Samsung, Korian, Crédit Agricole, SNCF...).

www.primonialreim.com

PRIMONIAL REAL ESTATE INVESTMENT MANAGEMENT

Société Anonyme à Directoire et Conseil de surveillance au capital social de 825 100 euros. Enregistrée sous le n° 531 231 124 RCS Paris - APE 6630Z. Agréée par l'AMF en qualité de société de gestion de portefeuille le 16 décembre 2011 sous le n° GP 11 000043. Agrément AIFM en date du 10 juin 2014. Titulaire de la carte professionnelle portant les mentions «Gestion Immobilière» et «Transactions sur immeubles et fonds de commerce» numéro CPI 7501 2016 000 007 568, délivrée le 17 mai 2019 par la CCI de Paris Ile-de-France, et garantie par la société CNA Insurance Company Ltd, située 52-54 rue de la victoire – 75009 PARIS.

SIÈGE SOCIAL

36 rue de Naples - 75008 Paris

www.primonialreim.com

CONTACT

DÉPARTEMENT RECHERCHE & STRATÉGIE

Daniel WHILE, MRICS • Directeur Recherche & Stratégie • daniel.white@primonial.fr
Henry-Aurélien NATTER, MRICS • Responsable Recherche • henry-aurelien.natter@primonial.fr

Le Département Recherche & Stratégie a vocation à formaliser les stratégies d'investissement immobilières de Primonial REIM, sur la base d'une veille continue des marchés français et européens. Alors que l'immobilier collectif représente une part croissante des portefeuilles institutionnels et de l'épargne des ménages, il est au carrefour de facteurs financiers (la hiérarchie des taux), économiques (les business models des locataires), démographiques (le phénomène de métropolisation) et sociétaux (l'évolution des usages). D'où la pertinence d'une analyse transversale. Qui plus est, elle s'inscrit dans le temps long, qui est l'horizon de la plupart des investisseurs en immobilier.

