

PERSPECTIVES

Analyse de marché

Presqu'une fête ? – Ce qu'un changement de politique monétaire signifie pour les biens immobiliers cotés en bourse

L'équipe des Actions immobilières mondiales de Janus Henderson explique pourquoi les FPI cotés en bourse sont voués à connaître une période plus favorable sous l'effet de l'arrivée à son terme du cycle de hausse des taux par les banques centrales.

Points à retenir :

- La baisse des taux d'intérêt devrait avoir un effet bénéfique sur les cours des actions des FPI cotés en bourse, étant donné que le secteur a historiquement surperformé à la suite de la dernière hausse des taux par la Fed lors d'un cycle de durcissement monétaire.
- Les FPI cotés bénéficient d'un accès continu au capital et d'un coût du capital inférieur à celui de leurs concurrents non cotés.
- Nous nous attendons à ce qu'ils mettent à profit ces avantages pour acquérir des « biens de qualité dont les bilans sont mauvais » auprès de propriétaires non cotés en bourse. Les FPI cotés semblent bien positionnés pour offrir aux investisseurs des revenus réguliers et des plus-values.

Les mots ont de l'importance. Depuis que le Président de la Réserve fédérale américaine (Fed) a laissé entendre en juin dernier que la banque centrale pourrait avoir terminé de relever ses taux, les investisseurs ont eu droit à un beau cadeau de Noël avant l'heure, à savoir un solide rebond des marchés dont les actions de l'immobilier coté ont compté parmi les principaux gagnants.¹

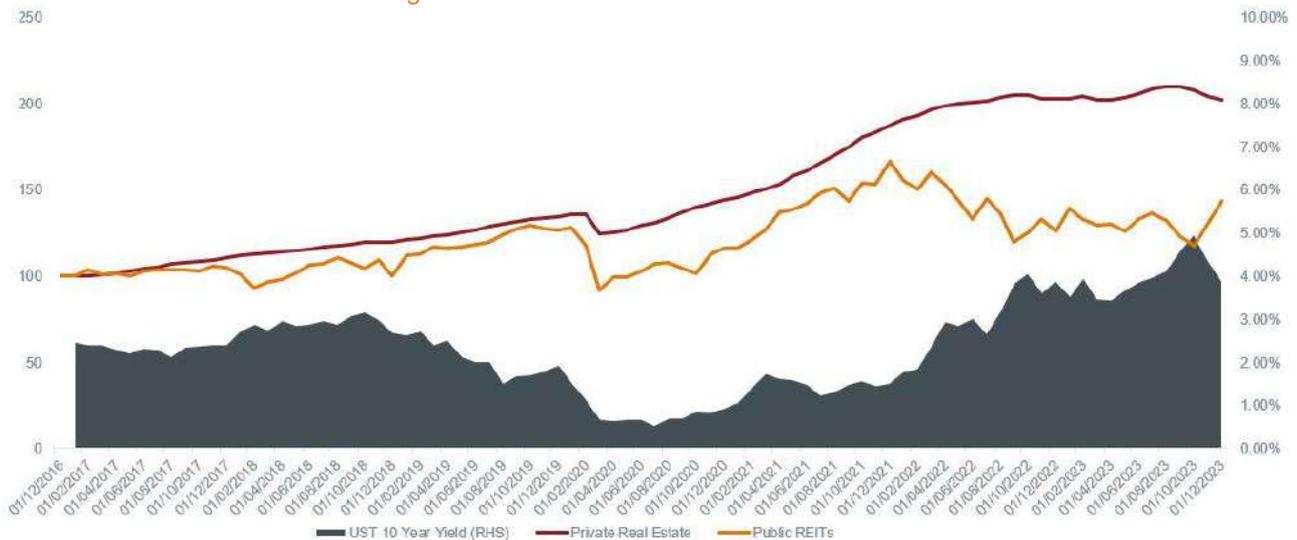
En tant que spécialistes des fonds de placement immobilier (FPI), nous oublions parfois que le grand public n'est pas toujours conscient ou ne suit pas les nuances de l'immobilier commercial, et encore moins le rôle des FPI cotés au sein de la classe d'actifs. Ainsi, après l'envolée spectaculaire enregistrée depuis le début du mois de novembre de l'année dernière, les trois questions suivantes doivent se poser aux investisseurs : quels facteurs sont-ils intégrés dans le cours des actions immobilières actuellement ? À quoi les investisseurs doivent-ils s'attendre à l'avenir ? L'opportunité offerte par le marché coté par rapport au hors cote existe-t-elle encore ?

Un trouble-fête

Au cours de ces deux dernières années, nous avons assisté à des changements d'une ampleur et d'une rapidité sans précédent sur les marchés des capitaux, notamment en ce qui concerne les rendements des emprunts d'État. Plus précisément, le rendement des bons du Trésor américain à 10 ans est passé de moins de 1 % à 5 % en l'espace de 36 mois environ avant de retomber à environ 4 % au cours des deux derniers mois de l'année 2023.² Ce type de volatilité extrême devrait normalement entraîner une réaction correspondante du cours de n'importe quel actif, comme les obligations ou l'immobilier, qui est directement ou indirectement valorisé par rapport au taux sans risque.

Nous échangeons souvent avec des clients qui s'inquiètent du risque baissier des valorisations de l'immobilier. Ces préoccupations sont compréhensibles, mais elles le sont beaucoup plus concernant les valorisations publiées par le secteur de l'immobilier commercial hors cote (qui représentent la grande majorité de l'ensemble de l'immobilier commercial). Si l'on utilise comme référence le plus grand FPI non coté au monde, le Blackstone Real Estate Income Trust, les valorisations de l'immobilier hors cote restent figées dans un régime de taux d'intérêt qui n'existe plus. En revanche, les cours des actions des FPI cotés ont réagi à l'évolution des taux d'intérêt en temps réel étant donné qu'ils sont valorisés quotidiennement par le marché.

Nouvelle convergence des valorisations de l'immobilier coté et non coté ?



Source : breit.com, Bloomberg, analyse de Janus Henderson Investors au 31 décembre 2023. BREIT (Blackstone Real Estate Income Trust) est utilisé comme indicateur de l'immobilier hors cote et l'indice FTSE Nareit Equity REITs comme indicateur des FPI cotés. Indexé à 100 depuis le lancement de BREIT en 2017. **Les performances passées ne permettent pas de prédire les performances futures.**

Le récent repli rapide des taux d'intérêt est dû au fait que les marchés considèrent que le cycle de hausse agressive de la Fed a touché à sa fin. Bien que les performances passées ne soient pas des indicateurs fiables des performances futures, les FPI cotés en bourse ont toujours compté parmi les actions les plus performantes après la dernière hausse des taux durant un cycle de la Fed.³ Bien que peu de jours se soient écoulés depuis le début de la 'fête du pivot', nous sommes encouragés par le fait que depuis le 1^{er} novembre, l'immobilier a été le secteur le plus performant au sein de l'indice S&P 500 jusqu'à la fin du mois de décembre 2023⁴. Il est important de rappeler ici que les cours des actions sont intrinsèquement prospectifs et que les REIT cotés ont rebondi en réaction à une évolution favorable des taux car le marché les a aidés à se débarrasser de valorisations obsolètes. Même si le parcours sera probablement semé d'embûches, il y a des raisons de croire que la baisse des taux aura un effet bénéfique sur les cours des actions des FPI tout comme la hausse des taux a eu un effet défavorable au cours de ces dernières années.

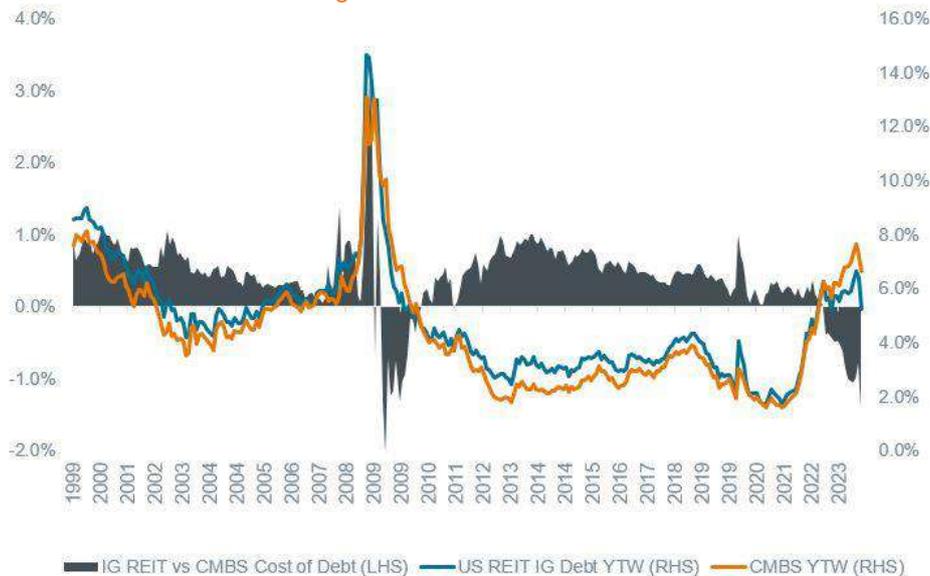
Une forme de transfert de la dette

Les clients nous font part d'autres préoccupations, à savoir l'effet de levier (niveau d'endettement) de l'immobilier commercial, les prêts en souffrance, la difficulté de refinancer les obligations à faible coupon et les défauts potentiels. Encore une fois, ces préoccupations sont compréhensibles et concernent principalement l'immobilier commercial hors bourse. Les prêts bancaires et les titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (CMBS) sont les deux principales sources de capitaux de l'immobilier commercial non coté aux États-Unis. Les volumes d'émission de dette de chacun d'entre eux ont diminué respectivement de 67 % et de 40 % au cours des neuf premiers mois de l'année 2023 (sur la base des données disponibles les plus récentes).⁵

À l'inverse, les FPI cotés sont principalement des emprunteurs Investment grade sur le marché des obligations non garanties et ont toujours eu accès à du capital emprunté. Les émissions d'obligations par les FPI américains se sont inscrites en hausse de 65 % en 2023 en variation annuelle et ont déjà démarré en force l'année en janvier 2024, certaines opérations ayant été sursouscrites plusieurs fois.⁶

En outre, le coût de la dette des FPI Investment grade est aussi favorable par rapport au marché des CMBS (un indicateur du coût de la dette de l'immobilier hors cote) qu'il ne l'a jamais été depuis la crise financière mondiale. Il convient de noter que les FPI cotés affichent généralement un endettement nettement inférieur (d'environ 35 %) à celui de l'immobilier non coté (d'environ 60 % minimum).⁷ Cela permet aux FPI cotés d'émettre des actions de manière opportuniste, ce qui devrait également constituer une source importante de capital de croissance pour ces fonds. À mesure du redressement du cours de leurs actions, les FPI cotés peuvent bénéficier d'un coût de la dette et de fonds propres plus favorables que pendant de nombreuses années.

Les FPI cotés de statut Investment grade bénéficient de coûts de la dette relativement faibles



Source : Bloomberg, analyse de Janus Henderson Investors, au 30 novembre 2023. Indice ICE BofA Fixed Rate CMBS, indice Bloomberg Investment Grade (IG) : REITs Statistics. Le diagramme de surface montre le « yield-to-worst » des REIT Investment grade minoré du « yield-to-worst » des CMBS.

Nous pensons que de nombreux propriétaires de biens immobiliers commerciaux seront confrontés à des problèmes de couverture du service de la dette liés au coût désormais plus élevé du refinancement de leur dette existante dans un environnement où la valeur des biens immobiliers a baissé et où les prêteurs traditionnels se montrent réticents. Toutefois, cela ne s'applique réellement qu'aux propriétaires non cotés de l'immobilier commercial qui sont très endettés. Même si nous ne pensons pas que l'immobilier commercial hors cote connaîtra des difficultés généralisées, les prêteurs devraient exiger des injections de capital supplémentaires pour refinancer sa dette sachant que ces injections proviendront probablement de cessions d'actifs.

En ce qui concerne les FPI cotés, leurs avantages en termes de coûts et d'accès au capital devraient être mis à profit pour acquérir des « biens de qualité dont les bilans sont mauvais » auprès de propriétaires non cotés, et ces fonds semblent bien positionnés pour continuer d'accroître leur part de marché comme ils l'ont fait au cours des trois dernières décennies.

Un organisateur de fêtes

Alors que nous nous dirigeons vers un nouvel environnement sur les marchés de capitaux, nous reconnaissons que l'immobilier commercial au sens large est confronté à des problèmes – quelque 600 milliards de dollars de dettes de l'immobilier commercial devront être refinancés en 2024, la plupart d'entre elles concernant l'immobilier hors cote.⁸

En revanche, les FPI cotés ont déjà subi le coup de froid des marchés financiers et l'évolution du sentiment provoqué par un changement potentiel de la politique de la Fed écarte les scénarios du pire pour l'immobilier. Dans ce contexte, les investisseurs ont tout à gagner car les FPI cotés ont un net avantage par rapport à l'immobilier commercial non coté, davantage en difficulté, à mesure de la normalisation des marchés financiers.

Notes de bas de page

¹ Nareit.com, au 31 décembre 2023.

² Trading Economics au 31 décembre 2023.

³ UBS, Datastream, analyse Janus Henderson, au 31 décembre 2022.

⁴ Bloomberg, S&P 500 Economic Sectors Index. Immobilier = indice S&P 500 Real Estate. Les performances passées ne permettent pas de prédire les performances futures.

⁵ Mortgage Bankers Association (MBA) Commercial/Multifamily Databook, 3ème trimestre 2023.

⁶ S&P Capital IQ Transactions Statistics 2023.

⁷ Green Street, Morgan Stanley, analyse Janus Henderson Investors, au 31 décembre 2022.

⁸ Moody's Analytics, Mortgage Bankers Association, Raymond James Research.

Information importante

Les FPI ou Fonds de Placement Immobilier investissent dans l'immobilier au moyen de la détention directe d'actifs immobiliers, d'actions de sociétés immobilières ou de créances hypothécaires. Comme ils sont cotés en bourse, les FPI sont généralement très liquides et se négocient comme des actions.

Les titres immobiliers, y compris les sociétés d'investissement immobilier cotées (FPI), peuvent être soumis à des risques supplémentaires, notamment des risques de taux d'intérêt, de gestion, fiscaux, économiques, environnementaux et de concentration.

Les opinions exprimées sont celles de l'auteur au moment de la publication et peuvent différer de celles d'autres personnes/équipes de Janus Henderson Investors. Les références faites à des titres individuels ne constituent pas une recommandation d'achat, de vente ou de détention d'un titre, d'une stratégie d'investissement ou d'un secteur de marché, et ne doivent pas être considérées comme rentables. Janus Henderson Investors, son conseiller affilié ou ses employés peuvent avoir une position dans les titres mentionnés.

Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Toutes les données de performance tiennent compte du revenu, des gains et des pertes en capital mais n'incluent pas les frais récurrents ou les autres dépenses du fonds.

La valeur d'un investissement et ses rendements peuvent augmenter ou diminuer et vous pourriez ne pas récupérer l'intégralité du montant investi à l'origine.

Les informations contenues dans cet article ne constituent pas une recommandation d'investissement.

Communication Publicitaire.

Informations presse

Aurore Cantot

Consultante Senior - SHAN

M +33 6 09 96 00 70

E aurore.cantot@shan.fr

Claire Hilbert

Consultante - SHAN

M +33 6 15 80 91 30

E claire.hilbert@shan.fr

A propos

Le groupe Janus Henderson est un gestionnaire d'actifs mondial de premier plan qui a pour mission d'aider ses clients à définir et à atteindre des résultats financiers supérieurs grâce à une vision différenciée, à un processus d'investissement rigoureux et à un service de premier ordre.

Au 31 décembre 2023, Janus Henderson gérait environ 335 milliards de dollars US d'actifs, employait plus de 2 000 personnes et possédait des bureaux dans 24 villes du monde entier. La société aide des millions de personnes dans le monde à investir ensemble dans un avenir meilleur. Janus Henderson, dont le siège est à Londres, est cotée à la Bourse de New York (NYSE).

Source : Janus Henderson Group plc

Ce communiqué de presse est uniquement destiné aux membres des médias et ne doit pas être utilisé par les investisseurs personnels, les conseillers financiers ou les investisseurs institutionnels. Nous pouvons enregistrer des appels téléphoniques pour notre protection mutuelle, pour améliorer le service à la clientèle et pour des raisons réglementaires. Toutes les opinions et estimations contenues dans ces informations sont susceptibles d'être modifiées sans préavis.

Publié par Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors est le nom sous lequel les produits et services d'investissement sont fournis par Janus Henderson Investors International Limited (reg no. 3594615), Janus Henderson Investors UK Limited (reg no. 906355), Janus Henderson Fund Management UK Limited (reg no. 2678531), (chacun enregistré en Angleterre et au Pays de Galles au 201 Bishopsgate, London EC2M 3AE et réglementé par la Financial Conduct Authority) et Janus Henderson Investors Europe S.A. (reg no. B22848 au 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxembourg et réglementé par la Commission de Surveillance du Secteur Financier). Henderson Secretarial Services Limited (constituée et enregistrée en Angleterre et au Pays de Galles, numéro d'enregistrement 1471624, siège social 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE) est le nom sous lequel les services de secrétariat d'entreprise sont fournis. Toutes ces sociétés sont des filiales à 100 % de Janus Henderson Group plc. (société constituée et enregistrée à Jersey, numéro d'immatriculation 101484, dont le siège social est situé à 13 Castle Street, St Helier, Jersey, JE1 1ES). Janus Henderson Investors (Australia) Limited ABN 47 124 279 518 n'est pas tenu de mettre à jour ces informations dans la mesure où elles sont ou deviennent obsolètes ou incorrectes. Aux Etats-Unis, par des conseillers en investissement enregistrés auprès de la SEC et filiales de Janus Henderson Group plc ; au Canada, par l'intermédiaire de Janus Henderson Investors US LLC, uniquement aux investisseurs institutionnels dans certaines juridictions. Janus Henderson est une marque déposée de Janus Henderson Group plc ou de l'une de ses filiales. © Janus Henderson Group plc.