

Le Revenu – Interview du 16 décembre 2013

Investissement immobilier : derrière les façades brillantes

2013 aura à nouveau été une excellente année en termes d'investissement, avec un montant qui devrait, entre 12 et 14 Mds d'€, se situer sur les plus hauts atteints depuis maintenant plusieurs années sans discontinuer.

Derrière ces chiffres, qui marquent un incontestable intérêt pour l'immobilier d'investissement parisien, il y a cependant des réalités beaucoup plus inquiétantes. La plus pressante est que les opérateurs français n'ont toujours pas appris à gérer le risque.

Ce dernier s'est dans la période récente chargé de trois vecteurs spécifiques, qui sont venus s'ajouter à son contenu habituel de risque d'impayé et de risque sur la monnaie. Il s'agit premièrement du risque de conformité aux exigences de durabilité, qui n'est pas du ressort de cet article ; il s'agit secondement du risque assortissant le passif, c'est-à-dire celui pesant sur la capacité du système bancaire à financer et à refinancer les actifs concernés ; il s'agit enfin du risque résultant du refus de jouer le jeu et d'admettre qu'il y a un lien entre risque et rentabilité.

Sur ce point, le refus de tout risque, refus qui a atteint des niveaux inédits dans la période récente, et la recherche parallèle de la plus haute rentabilité ont conduit à l'hyper focalisation des investisseurs sur le « prime prime », les meilleurs actifs situés dans les meilleures localisations, à Paris, loués sur la base des baux les plus exigeants aux meilleures signatures, et assortis de rendement apparents élevés.

Il en est résulté, par voie de conséquence, l'absence de satisfaction de tous les autres besoins d'investissement, tels les biens nouveaux, les actifs logistiques, ou même l'habitation, cette dernière certes peu risquée mais aussi trop peu rentable, et la création d'un micromarché fonctionnant sur lui-même, avec quelques centaines de biens s'échangeant chaque année sans rapport avec ce qui se passe dans le reste du pays.

Ainsi, on peut dire que ce n'est pas l'investissement en immobilier français qui s'est bien tenu, mais celui sur quelques centaines d'immeubles. On a pu constater que les investisseurs sont dès cette année plutôt allés, dans la zone euro, en Allemagne avec plus de vingt milliards d'investissement, pour un marché qui n'existait tout simplement pas auparavant, et, hors zone euro, à Londres avec plus de 30 Mds de £ d'investissements.

De façon générale, les réponses observées jusqu'ici en France ne sont pas à la mesure des défis posés par ces nouveaux risques, parce qu'elles manquent de hardiesse.

Prenons le cas des fonds de dette, le concept à la mode en 2013, qui s'adresse au thème du financement. Le produit était censé apporter un double service, aux souscripteurs, et aux corporate ou collectivités censés percevoir les fonds ainsi collectés.

Du côté des apporteurs de fonds, il était censé fournir aux plus « risk-adverse » un support, la dette, à faible volatilité de son principal, et au rendement, peut-être pas garanti, mais en tous cas faisant l'objet d'un engagement minimal ferme de la part du débiteur.

Du côté des utilisateurs, les fonds étaient appelés à suppléer la carence des banques et à fournir le volant de liquidités que celles-ci soit n'offrent déjà plus – nommément tout ce qui dépasse une quotité de 50% et tout ce qui n'est pas assorti d'une garantie hypothécaire de qualité - soit s'apprêtent à ne plus offrir, c'est-à-dire les renouvellements encore à venir à des encours de crédit consentis à court terme pour financer des actifs dont la détention est longue, et vont donc arriver à échéance de façon intempestive. On parle pour ce seul chapitre d'environ 60 Mds d'€uros à trouver en Europe.

Or, à quoi a-t-on assisté ? Les fonds ont été lancés par des gestionnaires de capitaux et des assureurs et ont effectivement permis un certain apport de liquidités. Mais leur totalité s'est spécialisée dans le financement originel d'actifs « prime », sur la base de prêts hypothécaires assortis d'une garantie de premier rang.

En d'autres termes, il y a eu réponse au désengagement bancaire. Mais la question du refinancement, et celle du financement du considérable parc non situé dans les quartiers centraux d'affaires de Paris est restée en suspens, et avec elle celle du sort de leurs détenteurs et de leurs utilisateurs.

Il y avait plus et mieux à faire, comme l'ont montré plusieurs montages étrangers d'émissions obligataires permettant de financer, par exemple, des régénérations urbaines.

Prenons un second exemple, qui adresse lui encore plus spécifiquement la question du risque, le cas des dérivés immobiliers.

Dans sa forme la plus simple, un dérivé est un swap, un échange. Par exemple, le détenteur d'un centre commercial anglais craint que, pour des raisons variées, celui-ci ne perde de sa valeur dans l'année à venir. Tout le pousse donc à vendre, mais il ne souhaite pas pour des raisons variées se séparer physiquement de cet actif.

Il va donc échanger, pour une durée pré-déterminée mais non définitive, le rendement total, capital et revenus, d'un centre commercial de son pays contre ceux de l'Euribor. Ces rendements sont mesurés par des indices, ce sont donc eux qui seront le support de la transaction : le swap portera ainsi sur l'indice des rendements des centres commerciaux anglais contre l'indice Euribor.

Le vendeur stabilise sa performance. Il évite de constater une dépréciation d'actifs. Surtout, il obtient ce résultat en n'ayant pas à se séparer définitivement du bien.

L'acquéreur fait le pari inverse du sien, ou cherche à améliorer sa performance moyenne, car ce qui est une baisse pour l'un peut parfaitement être une hausse pour l'autre qui n'a pas les mêmes benchmarks. Lui, acquiert cette performance sans avoir à déboursier les coûts annexes, spécialement fiscaux, liés à un investissement physique, (et l'on sait comme cette question va devenir lancinante en France dans les années à venir).

L'opération est « win-win » et abaisse le risque moyen inclus dans le marché.

Les français sont - «là aussi», pourrait-on dire - restés à l'écart de ce produit, déjà ancien, alors qu'il a à certains moments et plusieurs années d'affilée représenté des montants significatifs, plus de 10 Mds de £, en Grande-Bretagne. Interrogés en 2007, les investisseurs français ont évoqué comme élément explicatif leur « manque de familiarité » avec le produit (*étude EDHEC*).

Certes, tous ces produits nouveaux sont plus complexes que par le passé, ils nécessitent une phase d'apprentissage. Mais il ne faut surtout pas que sous ce prétexte, les acteurs français prennent le pli de se complaire dans leurs habitudes, leurs comportements et leurs usages habituels.

Au contraire, on a constaté dans la période récente que, plutôt que d'apprendre à gérer le risque, les investisseurs et financeurs français se sont acharnés à l'éviter. Or, ils ne seront pas récompensés.

D'abord parce que leur marché est du fait de son hyper concentration devenu trop étroit ; il encourt parallèlement trop de risques de déflation ; il y a au total un vrai risque qu'il ne puisse plus continuer à intéresser durablement les investisseurs globaux. On a vu que le mouvement est déjà lancé.

Ensuite parce que sur un plan général, éviter tout risque implique dans des conditions normales de rester à l'écart des rendements intéressants ; gérer le risque permet au contraire de se rapprocher sainement de ces rendements. Tout le reste n'est que distorsion, non durable à terme, de la réalité des affaires.

Enfin, parce qu'un marché équilibré doit répondre à toutes les demandes, qu'elles soient pour des locaux de prestige ou utilitaires, qu'elles soient destinées à des investisseurs globaux ou des utilisateurs domestiques.

Le moment n'est-il aujourd'hui pas venu de sortir des sentiers battus intellectuels ?

Les bonnes performances actuelles ne doivent pas devenir une façade à la Potemkine, et ne servir qu'à masquer le désert de la routine intellectuelle. Celle-ci n'est plus de mise dans l'univers de l'investissement actuel.

Ph. Tannenbaum
pour le « Cercle des Analystes financiers Indépendants »