



Daniel While, Primonial REIM : « Historiquement, le futur n'est jamais le présent au carré... »

Daniel While, directeur recherche et stratégie chez Primonial REIM, répond aux questions de pierrepapier.fr. Quel sera l'impact de la crise sur les associés des SCPI du groupe ? Faut-il s'attendre à une baisse de valeurs des actifs immobiliers ? Et que penser de ces tendances qui pourraient reconfigurer le monde immobilier de demain ? Interview.

Primonial REIM est-il resté actif, en termes d'acquisition, durant le confinement ?

Daniel While – Très actif. Le groupe a réalisé plusieurs transactions. L'acquisition de l'immeuble de bureaux « le Valmy », à Montreuil, a été réalisée juste avant le confinement. Nous finalisons en ce moment l'acquisition d'un portefeuille de maisons de retraite, en Allemagne. Nous avons un pipe line significatif en immobilier de bureaux. Mais aussi une importante acquisition prévue dans le domaine du logement intermédiaire, avec l'un des leaders du secteur. Nous sommes toujours résolument acheteurs. Surtout de ces trois classes d'actifs – bureaux, immobilier de santé, logement – que nous avons identifiées comme prioritaires, avant la crise. Et qui représentent aujourd'hui 90 % de notre allocation globale. Le contexte Covid-19 a prouvé qu'il s'agissait des classes d'actifs les plus résilientes. Nous continuons donc à les privilégier. Mais en étant encore plus attentifs qu'auparavant aux critères de sélection des actifs immobiliers.

Acheteur, et éventuellement opportuniste ? Anticipez-vous un « repricing » du marché immobilier ?

Daniel While – Ce repricing, c'est-à-dire une baisse des prix actée dans les transactions, n'a pas encore eu lieu. Mais il est très probable. Le marché va en effet prendre davantage en compte le risque locatif. La valorisation sera donc davantage déterminée en fonction du risque spécifique attaché à chaque locataire. Pierre Schoeffler, à l'IEIF, estime que ce repricing pourrait être d'environ 60 points de base. Cette baisse des valorisations, si elle est aussi légère qu'anticipée, nous semble d'ailleurs relativement saine. Elle va permettre de rehiérarchiser les risques. Avant la crise, on observait une convergence des taux. La prime, c'est-à-dire l'écart de prix entre les différents actifs (quels que soient leur emplacement, qualité, secteur...) avait tendance à diminuer. Le repricing va mettre fin à cette convergence. Les actifs les mieux situés, avec une qualité du bâti et loués à des locataires financièrement solides, seront sans aucun doute récompensés.

Ces baisses de valeur ne pourraient-elles pas être plus violentes ?

Daniel While – Il y a effectivement une seconde vague de repricing possible : le repricing par la prime de liquidité. Elle pourrait intervenir si le nombre de transactions chutait drastiquement. Les valorisateurs pourraient alors appliquer une décote. Certaines transactions ont certes été suspendues. Pas annulées. Et nous n'observons pas, pour l'instant, de ventes forcées. La hausse de la prime de liquidité nous semble donc peu probable.

Avez-vous scénarisé l'impact de la crise sur les SCPI Primonial REIM ?

Daniel While – Nous avons privilégié une approche de stress test . Autrement dit, la projection d'un niveau d'impayés maximal. Et l'estimation, à partir de ce niveau maximal de risque, du rendement qu'il sera possible de délivrer. Quitte à le réajuster par la suite, en fonction du niveau constaté d'impayés. Notre démarche est en outre totalement transparente. Nous n'allons pas chercher à faire varier le niveau de distribution en fonction de tel ou tel critère. Au 1^{er} trimestre 2020, nous avons versé des acomptes sur dividendes identiques à ceux du 1^{er} trimestre 2019. Pour les trois prochains trimestres, notre politique va consister à distribuer le revenu « naturel », c'est-à-dire les loyers effectivement perçus.

D'autres sociétés de gestion ont également publié leurs stress test. Les résultats oscillent entre 10

% et 30 % d'impayés potentiels, en risque maximal. Où vous situez-vous ?

Daniel While – Cette fourchette est parfaitement cohérente, et correspond à nos propres stress tests. Le taux d'impayés potentiels varie évidemment en fonction de la classe d'actifs sous-jacents. Notre SCPI Primovie, investie dans le secteur de l'immobilier de santé, est la moins exposée. Même si, en raison de la crise, les cliniques privées pratiquent prioritairement des actes d'urgence, moins rentables que les actes médicaux de confort. Une stratégie à laquelle, en tant que bailleurs responsables, nous adhérons totalement. D'autant que l'impact financier est marginal. Primopierre, exclusivement positionnée sur des actifs de bureaux occupés majoritairement par de grandes entreprises, est également assez peu touchée par la problématique du recouvrement des loyers. Pour ces deux SCPI, nous maintenons d'ailleurs les objectifs de distribution définis en début d'année.

Quid de l'utilisation éventuelle des reports à nouveau ?

Daniel While – Nos SCPI ont effectivement des réserves. Mais je ne crois pas qu'il faille se concentrer sur ce ratio. Le niveau des reports à nouveau, et leur éventuelle utilisation, ne sont pas le critère principal pour juger de la capacité d'une SCPI à traverser la crise. Je rappelle en effet que si le rendement des actifs sous gestion permet de dégager beaucoup de report à nouveau, c'est que ces actifs sont a priori plus exposés aux risques du marché. Inversement, moins de rendement additionnel signifie généralement moins de risques additionnels. D'une certaine façon, ce que la SCPI « gagne » en RAN, elle le perd en vulnérabilité. Les deux mois de confinement ont eu, certes, un impact sur la rentabilité de certaines SCPI du marché. Mais il ne s'agit que du « premier tour ». Le second tour, celui qui s'amorce aujourd'hui, aura des conséquences bien plus importantes.

C'est-à-dire ?

Daniel While – Fin 2020, nous aurons une vision plus précise de la façon dont les entreprises – c'est-à-dire les locataires – auront résisté à la récession. Et lesquelles auront survécu. Le sujet de ce « second tour » n'est donc pas lié aux niveaux des reports à nouveau, ou du pourcentage de loyers impayés ou reportés. Le sujet, c'est la qualité des actifs sous gestion et la solvabilité des locataires qui les occupent.

L'indicateur phare de la santé des SCPI est donc la pertinence de leurs investissements...

Daniel While – Exactement. En sachant que les SCPI, en tant que produits de placement de long terme, ont d'autres atouts pour surmonter ou atténuer les effets de la crise. D'abord, parce que les SCPI sont des produits « lents » en termes de revalorisation. Je rappelle en effet que le prix des parts ne réplique pas « en temps réel » les valeurs d'expertise. Ce prix peut en outre varier dans une fourchette de plus ou moins 10 % autour de ces valeurs d'expertise. Ou, plus exactement, de la valeur de reconstitution. C'est une marge de manœuvre dont dispose la société de gestion. Elle permet de ne pas pénaliser les porteurs de parts en cas de crise ponctuelle. Donc, même si le repricing était plus important que prévu, il n'affecterait pas mécaniquement et immédiatement la valeur des parts de SCPI.

Qu'en est-il de la liquidité des SCPI. N'est-ce pas là que se situe le principal risque ?...

Daniel While – C'est effectivement un risque. Mais il n'est heureusement pas d'actualité. L'une des raisons -et c'est un autre des atouts des SCPI aujourd'hui -, est la taille moyenne des véhicules. En dix ans, leur capitalisation a fortement augmenté. Certaines SCPI pèsent désormais plus de 2 milliards d'euros. C'est un facteur de protection pour les porteurs de parts. On est très loin de la configuration du marché des années 90, période au cours de laquelle des problèmes de liquidité sont effectivement apparus. Aujourd'hui, contrairement à cette époque, les SCPI sont plus solides, mieux capitalisées. Et leur marché secondaire est beaucoup plus fluide et mieux organisé.

Pas de vague de rachats à signaler, donc...

Daniel While – La situation, là encore, ne ressemble en rien à celle qui prévalait en 2008. A l'époque, des rachats massifs ont effectivement pesé sur la valorisation des parts. Aujourd'hui, ces demandes de rachat sont marginales. Et, surtout, les SCPI continuent à collecter. Cette

collecte est notamment soutenue par l'assurance-vie. Depuis le changement de politique des assureurs, en fin d'année dernière, sur le fonds en euro, les SCPI, ainsi que d'autres unités de compte immobilières, entrent en effet plus systématiquement dans les allocations dites « sécurisées ». Il n'y a pas, a priori, de raison pour que ce flux se tarisse. D'autant que durant le confinement, plus de 55 Md€ d'épargne forcée se sont constitués. Une partie de ces sommes a vocation à être investie...

La crise, et ses conséquences, peuvent-elles transformer l'industrie de la gestion d'actifs immobiliers ?

Daniel While – Il y aura nécessairement une prime pour les grands acteurs. Ceux qui auront les moyens de maintenir leur activité, en déployant par exemple des stratégies sur d'autres univers d'investissement. Ou de diversifier leurs acquisitions à l'international. Je rappelle en effet que la crise du Covid-19, et son impact économique, peuvent différer fortement d'un pays à l'autre. Y compris en Europe. Ce sont aussi les grandes sociétés de gestion qui seront les plus à même de digitaliser leurs processus selon une logique industrielle. Je précise d'ailleurs que cette digitalisation ne doit pas rimer avec désintermédiation. La SCPI est un produit qui requiert du conseil. Les réseaux de distribution doivent être associés à ces processus de digitalisation. Car l'industrie de la gestion d'actifs, c'est aussi l'industrie de la distribution...

La crise ne risque-t-elle pas également de revisiter l'usage – et la demande – des actifs immobiliers ? Plusieurs entreprises ont annoncé leur volonté de maintenir une grande partie leurs collaborateurs en télétravail. Et donc leur intention de réduire leur « consommation » d'actifs tertiaires. Côté logement, on estime également que les résidences secondaires pourraient monter en puissance. Au détriment du logement collectif urbain...

Daniel While – Ces tendances étaient déjà à l'œuvre avant la crise sanitaire. Le sujet du ratio mètre carré par poste, de l'optimisation des surfaces, préoccupait déjà le marché des bureaux. Qui s'est toujours adapté aux tendances managériales, elles même fluctuantes pour des raisons d'efficacité. La crise va accentuer ces tendances. Elles offraient déjà une prime aux actifs neufs et flexibles. Cette prime va s'accroître. Mais le télétravail ne va pas « remplacer le bureau ». L'immeuble de bureau restera un lieu incontournable de lien social pour les salariés et la vitrine du savoir-faire des entreprises. Le télétravail sera inclus systématiquement dans la thématique plus large de l'optimisation de la mobilité des salariés. Il ne faut donc pas voir cette inclusion comme une menace pour les actifs de bureaux. Mais plutôt comme l'accélération d'un phénomène de flight to quality .

Et l'impact sur le résidentiel ?

Daniel While – Quant au sujet de l'arbitrage entre résidence proche du lieu de travail ou résidence plus lointaine avec télétravail, il me semble un peu prématuré. D'autant plus que ce genre de décision relève autant des employeurs que des salariés... En période de crise, on a souvent entendu des discours exagérément prospectifs. Certains observateurs prennent la situation présente, extrapolent, et estiment que le futur sera la situation présente puissance deux. Mais, historiquement, le futur n'est jamais le présent au carré...

Propos recueillis par Frédéric Tixier

Accédez aux études de l'impact du Covid-19 sur les secteurs de l'immobilier, par Primonial REIM

7 – La note de conjoncture au 8 mai

6 – La note de conjoncture au 24 avril

5 – La note de conjoncture au 17 avril

4 – La note de conjoncture au 3 avril

3 – La note de conjoncture au 27 mars

2 – La note de conjoncture au 20 mars

1 – La note de conjoncture au 12 mars

A propos du groupe Primonial (i)

Primonial, leader indépendant en gestion de patrimoine et en asset management, propose une gamme complète de solutions d'épargne investies dans un large éventail de classes d'actifs, en architecture ouverte. Le groupe Primonial intervient principalement dans les domaines de l'assurance vie, de l'asset management et de l'Immobilier, en s'appuyant sur des équipes d'investissement reconnues pour leur expertise. Avec plus de 45 milliards d'euros d'actifs gérés ou conseillés, le groupe Primonial déjà présent dans plusieurs pays affirme son empreinte européenne.

(i) Information extraite d'un document officiel de la société