

FALCON

REAL ESTATE INVESTMENT COMPANY, LP



Gamme étendue de services pour investisseurs immobiliers aux Etats-Unis

PREMIER TRIMESTRE 2010, VOL. 19, NUMÉRO 1

Pourquoi si peu de biens à vendre ?

Depuis que la crise du crédit a submergé les marchés financiers du monde entier fin 2007, de nombreux analystes ont avancé l'hypothèse qu'un énorme problème allait se poser sur le marché de l'immobilier commercial américain. Généralement, on s'attendait à ce qu'avec l'effondrement du marché des titres adossés à des créances hypothécaires commerciales (commercial mortgage-backed securities ou CMBS) et la réticence de la plupart des banques à consentir de nouveaux prêts hypothécaires, le marché se voit inondé de biens immobiliers saisis et en difficulté. Que rien de tel ne se produise en 2008 ou 2009 a surpris plus d'un d'observateur. Ce n'est pas simplement que, sur le marché commercial, le nombre de transactions ait atteint un niveau bas record en 2009. Le plus surprenant est que si peu de biens soient offerts à la vente.

Cette situation soulève deux questions : tout d'abord, pourquoi y a-t-il eu si peu de biens mis en vente suite à l'effondrement du marché hypothécaire et deuxièmement, est-il vraisemblable que cette situation change en 2010 ? Bien des raisons expliquent pourquoi les banques et les gestionnaires spéciaux des prêts CMBS ont traîné des pieds pour racheter les hypothèques en défaut de paiement. En fait, ces deux groupes ont fait appel à diverses stratégies pour éviter de racheter ces hypothèques. Selon Falcon Real Estate, il est possible que les conditions changent en 2010, entraînant la mise en vente d'un plus grand nombre de propriétés. Il s'agira toutefois d'un mouvement progressif et nous ne pensons pas que le marché soit sur le point d'être inondé d'offres, comme on l'a si souvent prédit.

LA SITUATION DES BANQUES

À quelques exceptions près, la plupart des banques américaines, quelle que soit leur taille, avaient fortement investi dans des actifs qui dépendaient, directement ou non, du marché de l'immobilier résidentiel américain. En outre, la plupart de ces investissements avaient été financés en très grande partie par l'emprunt. Par conséquent, quand le marché résidentiel s'est effondré, les banques se sont trouvées face à l'énorme problème de déprécier tous ces actifs et d'essayer de redresser leur bilan. Vu l'ampleur des problèmes sur le marché résidentiel, les banques ne tenaient pas beaucoup à s'occuper de ceux, beaucoup moins graves, qui commençaient à se manifester sur le marché commercial. Par conséquent, les banques n'ont pas montré beaucoup d'enthousiasme à saisir des actifs qui ne feraient qu'aggraver la santé de leur bilan.

Résultat, les banques ont souvent accepté d'accorder des

prolongations à court terme des prêts arrivant à maturité. Certains ont baptisé cette politique « lend and pretend » (prêter et faire semblant) car ces prolongations sont souvent accordées sans tenir compte de la dépréciation qui s'est produite et dans l'espoir que le marché se redressera avant la nouvelle échéance du prêt. Ceci permet à la banque d'éviter d'inscrire un amortissement à son bilan. On s'attend à voir, au cours des deux prochaines années, une amélioration de l'économie et un redressement du marché hypothécaire au point où l'emprunteur en difficulté pourra refinancer et éliminer le prêt douteux du bilan de la banque. Les banques se sont également montrées réticentes à saisir car elles ne veulent pas assumer la responsabilité de la gestion d'un gros portefeuille de biens. D'ailleurs, elles n'ont généralement pas les capacités de gestion d'actifs nécessaires.

Les banques ont un autre problème : les emprunteurs procédu-

riers. Souvent, les emprunteurs sont menacés de saisie car ils sont dans l'impossibilité de refinancer à cause des conditions du marché hypothécaire, même si la propriété sous-jacente est entièrement louée et se comporte exactement comme prévu au budget. D'autre part, le bien conserve souvent une valeur nette, même aux prix avilis actuels. Par conséquent, de nombreux emprunteurs, cherchant la protection de la législation sur les faillites, font appel aux tribunaux. Au minimum, ces tactiques ont permis de retarder les tentatives de saisie par les banques.

LA SITUATION DES CMBS

En ce qui concerne les hypothèques de titres CMBS, la situation est plus complexe. La propriété d'une hypothèque donnée peut être divisée de diverses façons. Quand un bloc d'hypothèques est mis en vente, c'est probablement un nombre considérable d'investisseurs internationaux qui en deviennent propriétaires. Ils deviennent donc indirectement propriétaires d'une hypothèque donnée. En outre, une hypothèque peut elle-même être divisée en plusieurs parties. Durant l'apogée du marché des CMBS (2005-2007), les niveaux de subordination des blocs de CMBS étaient inférieurs à 15 % (ce qui signifie que 85 % du bloc était noté AAA et 15 % « de second rang » ou inférieur à AAA). Par conséquent, le gestionnaire spécial qui s'occupe d'une hypothèque en souffrance de ce type doit traiter avec plusieurs intérêts potentiellement antagonistes. De surcroît, comme les niveaux de subordination normaux avaient été entre 25 et 35 %, la probabilité de voir surgir des problèmes au niveau de la partie « à moindre risque » ou AAA de l'hypothèque a augmenté de façon significative. Si l'on tient compte de tous ces facteurs, il ne s'agit pas d'une situation permettant des saisies rapides ou faciles.

Il convient également de souligner que les gestionnaires spéciaux n'ont pas les mêmes motivations que la banque. Pas de bilan à « nettoyer » sur demande du gouvernement fédéral : la seule chose qui les intéresse est d'optimiser la valeur de l'investissement. Si cela signifie qu'ils doivent conserver le bien pendant un certain temps après la saisie, le gérer et même le restructurer, c'est une voie que les gestionnaires spéciaux sont tout à fait prêts à suivre. D'autre part, ces gestionnaires sont généralement propriétaires des biens classés B (présentant un plus grand risque), qui sont à l'heure actuelle très souvent « en dehors » (out of the money). Ils sont peu incités à reprendre une propriété car, non seulement ils abandonneraient les honoraires de gestion spéciaux, mais également l'espoir de revenir un jour « en dedans » (in the money).

LE FACTEUR LIQUIDITÉ

Un autre facteur important qui empêche la mise en vente d'un grand nombre de biens est l'énorme quantité de liquidité circulant dans l'économie globale ainsi que le nouvel essor de la bourse. La bourse américaine ayant augmenté d'environ 60 % depuis son creux du début de l'année, de nombreuses sociétés de placement immobilier (REIT) ont pu vendre des actions pour lever des capitaux et ont donc pu éviter de vendre

des biens. De nombreuses propriétés qui étaient offertes à des prix avilis il y a six à neuf mois ont été retirées du marché par la société de placement immobilier qui en était propriétaire car elle a levé des fonds en bourse et, de vendeur de biens, est devenue un acheteur potentiel.

Un autre élément influant sur le marché est le gros volume de capital étranger actuellement en passe d'être investi sur le marché immobilier américain, lequel présente un certain nombre d'avantages concurrentiels : le dollar est faible par rapport à l'euro et à d'autres devises majeures ; les rendements du marché américain sont généralement supérieurs à ceux de l'immobilier des autres grands marchés, en particulier des marchés européens ; le marché américain n'a pas souffert de l'énorme surconstruction que l'on a constaté dans d'autres parties du monde ; et pour finir, le marché immobilier américain est considéré comme relativement sûr, d'un point de vue légal et politique, par rapport aux marchés de nombreux pays émergents.

2010

À notre avis, le marché hypothécaire lui-même ne se redressera pas durant la première partie de 2010, ce qui maintiendra la pression à la fois sur les emprunteurs et les prêteurs durant une majeure partie de l'année. Nous pensons par conséquent que le nombre de biens mis en vente augmentera en 2010. Les banques ont vraiment fait de gros efforts pour corriger leur bilan, comme l'indique le fait que toutes les grandes banques ont remboursé au gouvernement fédéral les prêts TARP d'urgence, à l'exception de Citibank et Wells Fargo qui sont actuellement en pourparlers pour le faire. À mesure que leur bilan et leur rentabilité s'améliorent, on peut s'attendre à ce que les banques soient moins enclines à prolonger les prêts arrivant à maturité, ce qui forcera l'emprunteur à vendre le bien ou la banque à le saisir. Dans un même temps, les gestionnaires spéciaux des prêts CMBS procéderont graduellement à des saisies et mettront un plus grand nombre de biens sur le marché. Nous devrions par conséquent constater une certaine augmentation du nombre de biens saisis mis en vente par ces deux sources.

Cependant, de plus en plus souvent, les propriétaires immobiliers qui ont conservé leurs biens dans l'espoir d'un redressement du marché et qui se rendent compte qu'ils ne peuvent pas refinancer leurs hypothèques existantes, décideront de vendre. Après une baisse de valeur d'au moins 30 %, il faudra du temps aux propriétaires existants pour s'adapter aux réalités du marché actuel, mais nous pensons que cela se produira en cours d'année. Par conséquent, nous anticipons que les biens vendus par des propriétaires en difficulté, plutôt que les biens saisis, seront le facteur le plus important sur le marché au cours de l'année à venir.

*Pour de plus amples informations veuillez consulter
www.falconreal.com ou contacter Falcon Real Estate:*

*570 Lexington Avenue, New York, New York 10022
www.falconreal.com*