

FALCON

REAL ESTATE INVESTMENT COMPANY, LP



Gamme étendue de services pour investisseurs immobiliers aux Etats-Unis

TROISIÈME TRIMESTRE 2010, VOL. 19, NUMÉRO 3

L'offre et de la demande sur le marché immobilier américain

L'un des principes les plus fondamentaux qui s'applique à tous les types d'investissement, qu'il s'agisse d'actions, d'obligations, de marchandises ou d'immobilier, est que les prix sont avant tout déterminés par la relation entre l'offre et la demande de l'actif en question. D'autres facteurs peuvent parfois peser sur les prix mais quand un véritable marché d'enchères existe, le rapport entre l'offre et la demande est le principal facteur déterminant.

Quand la crise du crédit a frappé les marchés financiers mondiaux durant la seconde moitié de 2007, suivie d'une grave récession économique, l'avis général était que le marché de l'immobilier commercial américain serait anéanti, comme cela s'était passé 20 ans plus tôt lors de la débâcle des caisses d'épargne logement. On s'attendait à ce qu'une vague d'actifs en difficulté inonde le marché et que la plupart des sources de capital qui avaient soutenu l'extraordinaire augmentation des prix de l'immobilier se tarissent. C'est effectivement ce qui a commencé à se produire en 2008 et au début 2009, et ceux qui ont agi rapidement et résolument ont pu acquérir des biens de qualité supérieure à des prix très raisonnables.

Cependant, la situation de l'offre et de la demande sur le marché de l'immobilier commercial américain a évolué assez rapidement. Malgré le gel continu des marchés du crédit, un énorme volume de capitaux propres provenant de sources domestiques et étrangères est apparu en très peu de temps, à la recherche de biens de premier ordre sur un petit nombre de marchés choisis. Pour diverses raisons, cette augmentation de la demande ne s'est pas accompagnée d'une augmentation correspondante de l'offre et par conséquent les prix, en particulier sur quelques marchés choisis tels que New York, Boston, Washington DC et San Francisco, sont remontés presque jusqu'aux niveaux observés avant le début de la récession.

Alors que nous entrons dans la seconde moitié de 2010, chez Falcon Real Estate, nous pensons que les facteurs qui entraîneront une certaine augmentation de l'offre de biens de qualité sont en place et que la demande (mesurée par le volume de liquidités à investir) a peut-être atteint un plafond. Nous continuons à croire que les investisseurs qui se lancent actuellement sur le marché de l'immobilier commercial américain peuvent y trouver d'excellents investissements, à condition que leurs objectifs d'investissement soient raisonnables et plutôt larges et qu'ils puissent agir rapidement et résolument.

LA DEMANDE DU MARCHÉ

La crise du crédit et la récession ont fait peser une forte pression sur les investisseurs institutionnels américains tels que les fonds de pension et les fonds de dotation universitaires, les poussant à investir dans des actifs offrant des rendements plus élevés. L'effondrement de la bourse a dévasté ces fonds et ni les entreprises, ni les gouvernements des États n'avaient des revenus suffisants pour y contribuer afin de compenser leurs pertes. Pour lutter contre la récession, la « Fed » avait baissé les taux d'intérêt à court terme pratiquement à zéro et les taux à long terme tournaient autour de 2 à 4 %. L'immobilier commercial, avec des taux de capitalisation initiaux de 7 à 8 %, sans

compter la perspective d'une protection contre l'inflation et d'une certaine plus-value avec le temps, semblait représenter une option très intéressante. Par conséquent, beaucoup d'investisseurs institutionnels ont affecté des montants de plus en plus importants à l'immobilier commercial.

En outre, un grand nombre de fonds de capital d'investissement ont été formés par des groupes tels que Morgan Stanley et le promoteur John Buck de Chicago. Des milliards de dollars ont été levés auprès d'investisseurs individuels et institutionnels soucieux de tirer parti de l'afflux de biens en difficulté que l'on s'attendait à voir inonder le marché. Ces fonds avaient des objectifs d'investissement très variés.

Certains visaient à racheter des hypothèques en défaut de paiement pour pouvoir prendre le contrôle de biens de qualité, d'autres visaient à acheter ou à arranger un financement intermédiaire dit « mezzanine » et d'autres cherchaient simplement à acquérir des biens de bonne qualité à prix réduits.

Le troisième grand groupe à se lancer sur le marché était composé d'investisseurs institutionnels et individuels étrangers. Un grand nombre de fonds souverains, tels qu'ADIA, le Qatar Investment Authority, le Kuwait Investment Authority et le Government of Singapore Investment Corporation ont procédé à des acquisitions prestigieuses d'immobilier commercial américain et indiqué qu'ils cherchaient à étoffer leur portefeuille.

Pour finir, l'industrie des sociétés de placement immobilier s'est redressée de façon spectaculaire. Au début de la crise du crédit, de nombreuses sociétés de placement immobilier (REIT) semblaient au bord de la faillite, leur cash-flow étant insuffisant pour faire face à leurs diverses obligations. Cependant, tout comme les fonds de capital d'investissement qui avaient pu lever des milliards de dollars en 2008 et 2009, nombre de sociétés de placement immobilier, telles que SL Green à New York, se sont tournées vers la bourse et ont levé des quantités très importantes de liquidités. Ainsi, au lieu d'être forcées de vendre des biens, elles sont devenues des acheteurs importants d'immobilier de qualité.

La combinaison de tous ces facteurs a provoqué un afflux extraordinaire de capitaux propres à la recherche d'immobilier commercial américain de qualité supérieure. Et pour compliquer le problème, la plupart des groupes mentionnés désiraient se concentrer uniquement sur un petit nombre de marchés géographiques importants des États-Unis.

L'OFFRE DU MARCHÉ

Les prix de l'immobilier commercial ayant fortement augmenté en 2006 et 2007, de nombreux propriétaires de biens immobiliers ont décidé de vendre pour profiter des prix élevés. Par conséquent, il y avait sur le marché une offre de biens suffisante pour satisfaire la demande stimulée par le crédit qui existait alors. Toutefois, quand les prix se sont effondrés à la fin 2007 et en 2008, les vendeurs qu'on appelle « discrétionnaires » se sont retirés du marché et, contrairement aux attentes, les vendeurs en difficulté ont été très lents à se manifester. Plusieurs facteurs expliquent le fait que les propriétaires de biens en difficulté aient pu conserver leurs actifs. Tout d'abord, comme nous l'avons souligné dans un certain nombre de bulletins antérieurs, les indicateurs de base du marché de l'immobilier commercial se sont étonnamment bien comportés durant cette récession. Les taux d'occupation ainsi que les taux de location ont baissé, mais ces baisses sont restées relativement modestes si l'on compare avec l'effondrement de ces taux à la fin des années 80 et au début des années 90. Par conséquent, de nombreux propriétaires continuent à recevoir des revenus suffisants pour assurer le service de leur dette hypothécaire, ce qui leur permet de conserver leur bien, même si la valeur de ce dernier est inférieure à la dette existante, dans l'espoir que le marché se redresse avec le temps.

En même temps, les banques ne s'empressent pas de saisir les biens dont la dette arrive à échéance. Bien qu'il subsiste de nombreux biens dont la valeur est inférieure à la dette (une estimation évalue le total à près de 167 milliards de dollars), les banques ne pas soucieuses de saisir ces biens et de comptabiliser les pertes qu'elle encourraient. Par conséquent, trop souvent, elles adoptent pour les dettes à échéance

l'approche qu'on appelle « pretend and extend » (faire semblant et prolonger), maintenant la valeur du bien dans leurs comptes et prolongeant le prêt de deux ou trois ans. Les gestionnaires spéciaux, qui s'occupent d'hypothèques qui ont été vendues dans divers blocs, ont également peu de motivations à forcer la vente d'actifs en difficulté, d'autant plus qu'ils ont souvent investi dans ces biens et qu'ils verraient leurs propres investissements s'évaporer s'ils devaient forcer une vente.

Par conséquent, les vendeurs « discrétionnaires » restent les bras croisés en attendant que les prix remontent et, à l'heure actuelle, les vendeurs en difficulté ne subissent aucune pression, ou très peu, de la part des banques ou des gestionnaires spéciaux et peuvent donc conserver leurs actifs. On observe donc relativement peu de biens de qualité sur le marché et par conséquent, la demande est actuellement supérieure à l'offre sur un grand nombre de marchés géographiques des États-Unis.

LES TENDANCES À VENIR

Il se passe plusieurs choses qui, d'une part, devraient amener plus de biens sur le marché et, d'autre part, devraient résorber une partie des liquidités à la recherche d'un nombre relativement limité d'actifs disponibles. Dans un article récent, le *Wall Street Journal* mentionne que 19 fonds de capital d'investissement n'ont pas pu trouver d'investissements appropriés pour leur portefeuille et, par conséquent, remboursent plus de 6 milliards de dollars à leurs investisseurs, ce qui non seulement retirera beaucoup d'argent du marché mais devrait aussi servir à restreindre la formation de fonds similaires à l'avenir.

Côté offre, il semble inévitable que les banques et les gestionnaires spéciaux commenceront à saisir plus de biens en défaut de paiement ou dont le refinancement est impossible. Ces deux groupes devront devenir plus réalistes et comptabiliser leurs pertes existantes. Quand cela sera fait, on devrait observer un afflux de biens sur le marché. Ce processus prend plus de temps que prévu, mais Falcon s'attend à voir un nombre croissant d'offres de biens en difficulté vers la fin de l'année et en 2011.

Nous pensons également que le nombre de vendeurs discrétionnaires va augmenter. Ce groupe a préféré attendre en espérant un rebond du marché et avec la légère amélioration des prix sur certains des grands marchés, des pressions de plus en plus fortes poussent les vendeurs discrétionnaires à agir. L'un des principaux facteurs à prendre en considération est l'augmentation des impôts sur les plus-values suite à l'expiration des réductions d'impôt du président Bush et à l'adoption du plan de santé du président Obama. La plupart des investisseurs qui détiennent de l'immobilier depuis un certain temps devront payer des impôts sur les plus-values, même avec les prix bas actuels, puisqu'ils auront réduit leur prix de base par dépréciation.

Par conséquent, nous pensons que le volume de liquidités qui inonde le marché de l'immobilier commercial devrait diminuer et que l'on devrait constater une lente tendance à la hausse du nombre de biens mis en vente. Nous nous attendons donc à voir une augmentation graduelle du nombre de transactions sur l'ensemble du marché américain d'ici à la fin de 2010 et au début de 2011.

**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