L'IMPORTANCE DES CYCLES IMMOBILIERS EST-ELLE REMISE EN CAUSE ?

Pol Robert Tansens

Paris 07/06/2019

BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

RÉSUMÉ

"

Cette période est fascinante pour les investisseurs immobiliers du fait de l'entrée en jeu de facteurs macroéconomiques et immobiliers.

Aujourd'hui, les marchés de capitaux canalisent de plus en plus les flux vers les actifs physiques sous-jacents et déterminent leur répartition au sein de cette classe d'actifs, et, ce faisant, déterminent les coûts d'opportunité et la valeur de l'immobilier.

La baisse des taux d'intérêt nominaux à 10 ans enregistrée par les obligations souveraines a été une tendance marquante qui, dans une certaine mesure, n'avait pas été anticipée au premier trimestre de l'année 2019. Actuellement, les taux réels - ajustés de l'inflation - restent négatifs sur un certain nombre de marchés économiquement matures, comme l'Europe et le Japon, à l'exception des États-Unis.

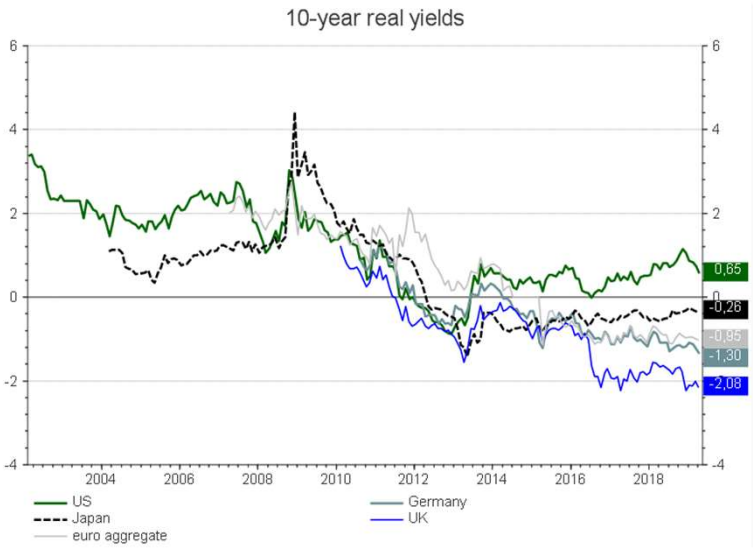
"

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

RÉSUMÉ

Le rendement de l'emprunt d'État allemand à 10 ans a temporairement baissé à -8 points de base à la fin du mois de mars du fait du retour des inquiétudes concernant un éventuel ralentissement de la croissance économique en Europe (source : TradingEconomics, 27 mars 2019). Les inquiétudes liées à la croissance ressurgissent donc et, bien entendu, les nouveaux développements concernant la question lancinante du Brexit ne sont pas de nature à les apaiser.

Graphique 1 : Rendements réels des obligations souveraines à dix ans depuis 2004



Source : Thomson Reuters Datastream, 16/04/2019

Cette chute s'est produite après que la Réserve fédérale américaine (Fed) eut modifié son orientation monétaire lors de la réunion de mars, en réduisant ses prévisions de taux d'intérêt de 2 à 0 hausses cette année - le président de la Fed Jerome Powell justifiant sa position prudente par les vents contraires qui soufflent sur l'économie mondiale. En fait, les craintes d'un ralentissement de l'économie ont commencé à supplanter les inquiétudes liées à l'inflation. Le taux des Fed Funds devrait rester inchangé à 2,50 % pour le reste de l'année. Les obligations souveraines américaines ont également intégré le fait que le cycle de croissance économique est arrivé à maturité en Amérique du Nord, l'écart entre les bons du Trésor à 10 ans et à 3 mois étant brièvement devenu négatif le 25 mars, ce qui s'est traduit par une inversion de la courbe des taux pour la première fois depuis 2007 (source : TradingEconomics). Toutefois, fin avril, les rendements obligataires sont repartis à la hausse, portés par des prévisions de croissance économique raisonnables pour la Chine. En avril, BNP Paribas Wealth Management a abaissé ses objectifs à 12 mois à 2,70 % pour les rendements des obligations souveraines à 10 ans pour les bons du Trésor américain à 30 ans, et à 0,30 % pour le Bund allemand à 10 ans.

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

RÉSUMÉ

Les investisseurs immobiliers se préoccupent peu de savoir si les craintes d'une croissance économique plus faible sont justifiées, et si le scénario de croissance européenne ne se rapprocherait pas de plus en plus d'un scénario à la japonaise. Aujourd'hui, il existe différents degrés d'incertitude sur le marché de l'investissement. Par exemple, quel sera le résultat des négociations commerciales en cours entre les trois plus grandes économies du monde (États-Unis - Chine, États-Unis - Europe) ? Et comment cette interminable saga du Brexit se terminera-t-elle ?

L'évolution des taux d'intérêt réels mondiaux revêt plus d'importance pour les investisseurs immobiliers. Nous pensons qu'ils resteront raisonnablement bas ou même négatifs pendant un certain temps, indépendamment des tendances économiques, mais nous n'excluons pas une hausse modeste au cours des prochains mois. La faiblesse des taux d'intérêt réels est très favorable aux investisseurs immobiliers, le rendement initial brut de l'immobilier (les taux de capitalisation) dépassant généralement le maigre rendement généré par d'autres classes d'actifs. Par conséquent, les taux de rendement interne (TRI) sont démultipliés par le coût avantageux de l'emprunt lors de l'achat d'un bien immobilier. Les investisseurs continueront de comparer les rendements attendus de l'immobilier sous-tendus par les taux de capitalisation actuels avec les rendements nominaux (et réels) des obligations Investment Grade à long terme.

Les sociétés de placement immobilier cotées (REIT) constituent un exemple permettant d'établir la preuve de la corrélation entre taux d'intérêt et rendements (bien que cette corrélation soit généralement de courte durée). La majorité des rendements (variation du cours de l'action + dividendes), générés par les REIT, ont terminé l'année dernière en territoire négatif.

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

RÉSUMÉ

L'Europe continentale a enregistré une mauvaise performance, avec des pertes allant jusqu'à 16 % en France par exemple (même si les disparités en termes de rendements totaux entre les pays européens étaient notables, par exemple la différence observée entre la France d'une part et la Belgique et l'Allemagne d'autre part). Par ailleurs, la modeste hausse des taux d'intérêt nominaux a certainement eu une certaine influence sur ce résultat en 2018.

Quelle différence cette année ! Depuis janvier, les REIT ont dans l'ensemble connu une reprise spectaculaire, principalement en raison du fait qu'il est anticipé que les taux d'intérêt resteront bas pendant un certain temps encore. « *Paradoxalement, les craintes d'un ralentissement de l'économie semblent à première vue positives pour les REIT. En effet, l'écart entre les taux d'intérêt nominaux sans risque à 10 ans et les taux de dividendes bruts moyens s'est accru* ». (Source : BNP Paribas Wealth Management, Real Estate Securities Investment Guide, avril 2019). De plus, les REIT surperforment les actions ordinaires depuis des années en Europe, aux États-Unis et en Asie.

Pendant ce temps, que s'est-il passé sur les marchés locatifs au niveau mondial ? À l'échelle mondiale, les marchés de l'immobilier commercial ont connu une nouvelle année 2018 stable (ou solide), malgré les défis persistants sur le secteur des surfaces commerciales. Pourtant, les données sont restées stables pour les autres marchés commerciaux, peu de changements ayant été observés depuis un an.

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

RÉSUMÉ

Le secteur de la logistique continue d'être soutenu par la transition vers les ventes en ligne alors que des rendements attractifs ont été observés sur de nombreux marchés de bureaux de par le monde (indépendamment de tout facteur géographique). À cet égard, il est remarquable que les rendements des activités de commerce aient légèrement rebondi au quatrième trimestre 2018 aux États-Unis. De plus, les marchés immobiliers mondiaux sont restés résilients dans la plupart des régions du monde malgré les disparités de prix observées dans certains pays (États-Unis, France, Allemagne) tandis que certains pays/régions ont poursuivi leur reprise (Europe du Sud, Singapour). Cependant, les prix de l'immobilier ont commencé à chuter sur des marchés « surévalués » comme l'Australie, le Canada, la Suisse et, curieusement, Hong Kong.

Les primes de risque « exigées » par les investisseurs immobiliers sont actuellement assez faibles. Dans certaines capitales, elles peuvent même être excessivement faibles, même si l'écart entre les taux sans risque et les rendements locatifs est toujours d'au moins 200 points de base. En effet, la politique monétaire - telle que décrite ci-dessus - reste favorable aux investisseurs immobiliers, et leur permet de continuer à investir. Nous ne nous attendons pas à ce que cela change à brève échéance.

Dès lors, quelles sont nos anticipations pour cette année ? Même si nous refusons de parler d'une « déconnexion » entre les marchés de capitaux (tirés par une offre abondante de capitaux) et les marchés physiques (marchés locatifs), nous pensons que les rendements immobiliers (taux de capitalisation) ne peuvent pas baisser indéfiniment dans un contexte de croissance des loyers modeste ou stationnaire.

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

RÉSUMÉ

Le secteur de la logistique fait exception à cette règle, tout comme plusieurs marchés de bureaux haut de gamme spécifiques, comme Berlin et Singapour. Les investisseurs devraient prendre en compte le ralentissement des taux de croissance du capital et commencer à privilégier des revenus locatifs récurrents, indépendamment de la géographie.

Pour ne citer qu'un exemple, même si l'immobilier de bureau de prestige est valorisé à son juste prix sur les marchés européens, ce segment devrait générer un rendement total sans endettement de 4 % en moyenne en 2019. Les rendements initiaux bruts (GIY) générés par les bureaux, pourraient légèrement augmenter, d'environ 50 points de base (pb), alors que la hausse des rendements devrait être encore plus modeste pour les actifs logistiques. Nous analysons plus en détail les marchés européens de l'immobilier d'entreprise dans notre rapport, sur la base des projections de rendement du capital de BNP Paribas Real Estate.

Les cycles immobiliers ont-ils moins d'importance à l'heure actuelle ? En un mot, oui. Nous pensons qu'ils sont toujours pertinents, mais peut-être un peu moins qu'auparavant. Même si les investisseurs essaient d'éviter d'acheter en haut de cycle immobilier, ce n'est pas la fin du monde s'ils le font. La cause la plus importante des ventes forcées d'investisseurs en période de ralentissement est probablement le recours à un endettement (trop) élevé (comme on l'a vu lors de la précédente crise du crédit de 2007-2009). Mais les investisseurs dont le ratio prêt/valeur (« loan-to-value ») est acceptable peuvent généralement traverser sans encombre toute période de baisse, même prolongée.

CONCLUSION

Ainsi, notre stratégie d'investissement immobilier est cohérente et demeure inchangée, avec une recommandation particulière pour le segment de l'immobilier à « valeur ajoutée », notamment en Europe (y compris au Royaume-Uni). Néanmoins, les investissements immobiliers dans les emplacements de premier choix restent attractifs, même si l'immobilier de prestige est relativement cher du fait que la dernière étape du cycle immobilier se profile dans certaines régions. L'accent devrait donc être mis sur le rendement locatif net, c'est-à-dire sur le locataire, et moins sur les perspectives d'appréciation du capital.

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

LES MARCHÉS MONDIAUX DE L'IMMOBILIER COMMERCIAL

LES CYCLES IMMOBILIERS ACTUELS EN EUROPE SE POURSUIVRONT-ILS ?

La dynamique positive des investissements dans l'immobilier commercial en Europe s'est poursuivie en 2018, avec un volume d'investissement de 264 Md EUR en 2018 pour l'ensemble des segments de l'immobilier commercial, inférieur de 2 % seulement à 2017, qui était une année record.

« *Dans un marché locatif stable, l'immobilier commercial européen aborde 2019 avec des fondamentaux parmi les plus solides jamais observés sur le continent.* » (Source : BNP Paribas Real Estate, At a glance: European Property Prospects - février 2019).

Selon BNP Paribas Real Estate, les rendements *prime* initiaux bruts de l'immobilier (GIY) sur certains marchés « core » sont à un niveau historiquement bas, de sorte qu'il y a peu de potentiel de baisse, sauf pour le secteur de l'immobilier logistique.

Prenons l'exemple du marché européen des bureaux. « *Les rendements « prime » resteront stables en 2019 pour 70 % des marchés de l'immobilier d'entreprise que nous couvrons dans notre étude. Selon nous, les rendements immobiliers pourraient commencer à s'infléchir significativement à partir de la mi-2020, en lien avec la résurgence de l'inflation sous-jacente, et donc avec le resserrement de la politique monétaire. Pour autant, nous pensons que cette hausse sera progressive. La hausse moyenne cumulée des taux sur une période de prévision de 5 ans étant estimée à +50 bps pour les bureaux et +35 bps pour le logistique.* » (Source : At a glance: European Property Prospects - février 2019).

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

Les prévisions de croissance des loyers de bureaux en Europe sont dans une fourchette de quasiment zéro à environ 8 % cette année. Berlin devrait ainsi enregistrer sa plus forte croissance des loyers de bureaux, en hausse de 8 %. Même si les villes espagnoles ont déjà connu une forte croissance, elles ont tout de même un certain potentiel avec une croissance annuelle moyenne attendue supérieure à 2 % sur 5 ans. Le marché français des bureaux devrait générer des loyers stables ou légèrement plus élevés, alors que ceux de Londres pourraient d'abord baisser, en raison du Brexit.

Comme nous l'écrivions dans notre précédent rapport immobilier publié en octobre 2018, les rendements issus de l'appréciation du capital devraient encore décliner. La valeur des bureaux de premier rang ne peut pas augmenter beaucoup plus, parce que les GIY s'en trouveraient réduits à peau de chagrin. En conséquence, les rendements totaux enregistrés par les bureaux de premier rang - après ajout des revenus locatifs nets - devraient être inférieurs à 10 % pour la plupart des marchés de l'immobilier d'entreprise en 2019. Berlin (+11 %) fait exception avec un marché soutenu par une croissance attendue des loyers, malgré le rendement immobilier le plus faible d'Europe (2,7 %).

Le rendement total prime sur les 36 marchés européens couverts par BNP Paribas Real Estate pourrait s'établir en moyenne à +4 % en 2019. Les meilleures performances sont attendues à Madrid (+8 %), Amsterdam (+9 %) et dans les villes allemandes de Cologne (+9 %), Dusseldorf (+8 %) et Francfort (+7,5 %).

« Contrairement au segment prime, les rendements sur l'ensemble du marché (y compris pour les actifs secondaires) seront plus élevés. Le rendement total sera de +6,75 % en moyenne en 2019. Il n'y a que trois marchés sur lesquels les rendements à deux chiffres, à savoir Berlin (+16 %), Marseille (+11 %) et Amsterdam (+10 %). Une grande partie de cette hausse est due à des rendements plus élevés, générant un rendement locatif plus élevé que sur le segment prime. Dans le cas de Berlin, la forte hausse attendue des loyers est le moteur de l'accélération de la croissance du capital. » (Source : BNP Paribas Real Estate, février 2019).

Tableau 1 : Projections de rendement total pour les marchés de l'immobilier d'entreprise en Europe (actifs prime et secondaires combinés)

Rendement total pour l'Immobilier de Bureau		2019	2020
Belgique	Bruxelles	6,91	6,83
République Tchèque	Prague	5,70	0,97
Danemark	Copenhagen	4,03	4,02
Finlande	Helsinki	2,53	2,90
France	Grand Paris	4,96	4,05
France	Centre de Paris	4,76	4,43
France	La Défense	1,98	1,54
France	Paris CBD	5,56	4,18
France	Lille	9,77	6,35
France	Lyon	6,85	5,72
France	Marseille	10,87	5,78
Allemagne	Berlin	15,92	10,28
Allemagne	Cologne	9,48	8,00
Allemagne	Düsseldorf	7,57	6,94
Allemagne	Francfort	9,10	6,05
Allemagne	Hambourg	7,91	5,52
Allemagne	Munich	8,98	5,19
Allemagne	Stuttgart	7,09	4,96
Hongrie	Budapest	7,82	6,33
Italie	Milan	5,61	6,16
Italie	Rome	5,54	6,52
Irlande	Dublin	5,10	-0,28
Pays-Bas	Amsterdam	10,15	8,14
Pologne	Varsovie	3,50	3,25
Portugal	Lisbonne	9,87	8,00
Norvège	Oslo	4,50	5,19
Espagne	Barcelone	9,39	7,79
Espagne	Madrid	8,89	6,45
Suède	Stockholm	6,84	6,26
Royaume-Uni	Centre de Londres	0,82	-1,59
Royaume-Uni	City	0,67	-1,28
Royaume-Uni	West End	-0,27	-1,25
Royaume-Uni	Birmingham	2,67	2,49

Source : BNP Paribas Real Estate, European Office Market Forecast, 02/2019

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

Quel était l'impact sur le prix de la dette européenne à la fin de l'année 2018 ? La dette senior s'est contractée sur le segment des bureaux européens de premier rang et le ratio prêt/valeur (« loan-to-value ») était inférieur à 65 % sur de nombreux marchés. Les coûts d'emprunt pour l'immobilier commercial ont généralement diminué en 2018, en raison de la baisse des taux de swap et des marges. « *Du point de vue des prêteurs, le risque a indéniablement augmenté en 2018 ; les rendements ont diminué, les valeurs sous-jacentes ont augmenté et les principales mesures de risque semblent être tendues sur certains marchés, avec des coûts généralement inférieurs à 2,5 % et très souvent inférieurs à 1,5 % tout compris.* » (Source : CBRE, dette européenne, 2018 en revue, Perspectives 2019, mars 2019). Pour les emprunteurs, la baisse du coût de la dette implique qu'il existe de nombreux marchés qui leur offrent les TRI requis.

DES CHANGEMENTS FISCAUX POUR LES INVESTISSEURS NON-RÉSIDENTS DE L'IMMOBILIER COMMERCIAL AU ROYAUME-UNI

En 2015, le gouvernement a introduit un « impôt sur les plus-values des non-résidents » (NRCGT), qui s'appliquait à tous les individus, fiducies et sociétés n'ayant pas le statut de résident. Toutefois, à l'époque, les propriétés commerciales n'étaient pas affectées par le NRCGT. En conséquence, les non-résidents ne payaient aucun impôt sur l'immobilier commercial au Royaume-Uni (commerces, bureaux, hôtels, etc.) qu'ils détiennent la propriété directement ou par l'intermédiaire d'une société entre 2015 et le 6 avril 2019 (début du nouvel exercice fiscal).

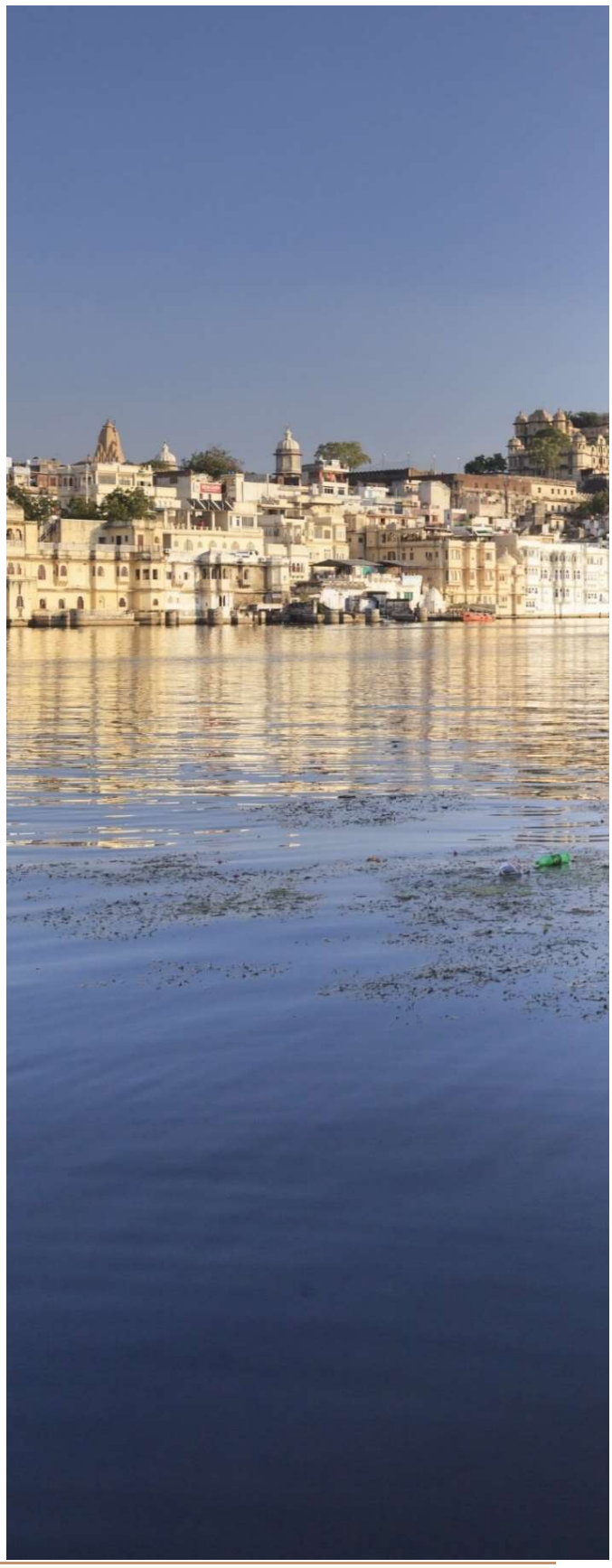
L'exonération au NRCGT des biens commerciaux détenus par des non-résidents du Royaume-Uni a été, dans certains cas, supprimée le 6 avril 2019. Par conséquent, certaines sociétés étrangères, les particuliers, les trusts étrangers et les Jersey Property Unit Trusts sont désormais tenus de payer le NRCGT sur les plus-values imposables réalisées lors de la vente de biens commerciaux. Le cas échéant, le NRCGT sera appliquée à toute plus-value imposable réalisée entre la date de cession future et la nouvelle date de base du 6 avril 2019 (source : BNP Paribas Real Estate, avril 2019).

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

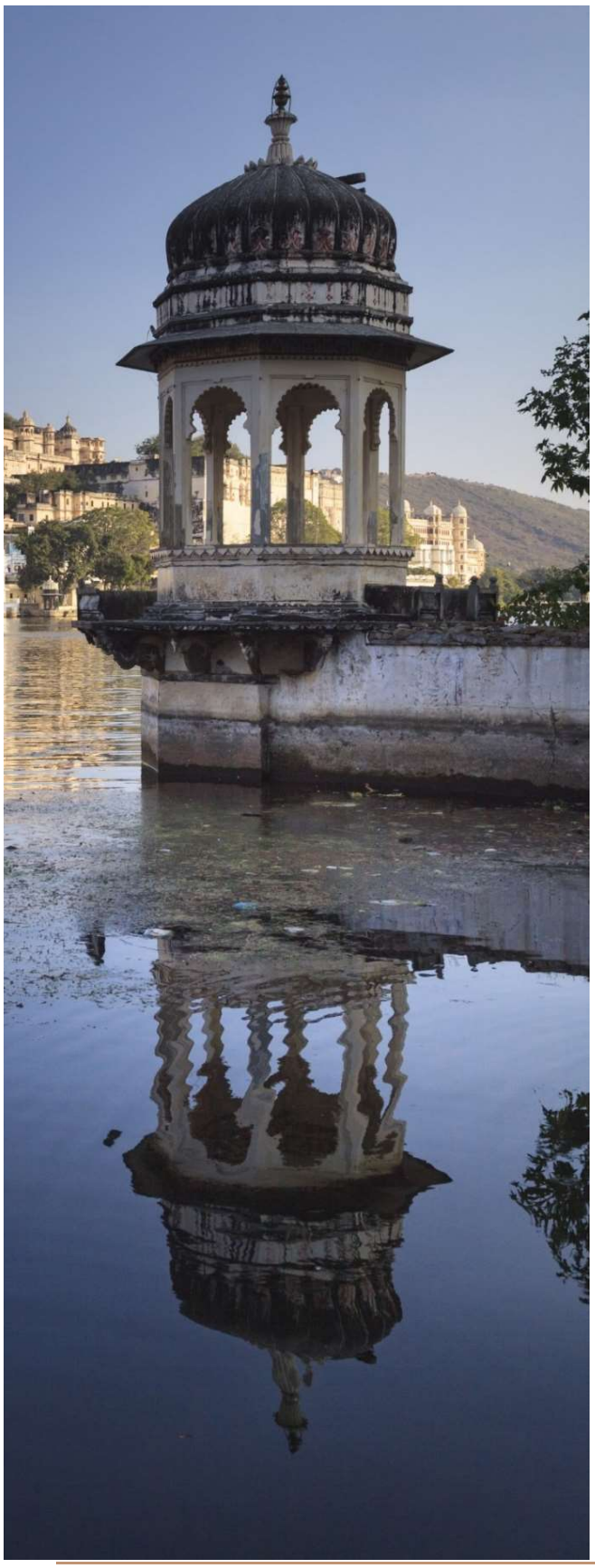
UN SECTEUR DES LOCAUX COMMERCIAUX SOUS PRESSION, MAIS PAS DE CATASTROPHE

Le segment des locaux commerciaux reste sous pression. Toutefois, le terme nouvellement inventé de « disruption », pourrait ne pas être approprié pour décrire en détail ce qui se passe en Europe (et même dans d'autres régions du monde). Les ventes en ligne ne constituent pas nécessairement une menace pour l'existence de magasins physiques. En fait, elles peuvent même constituer un atout pour eux lorsque les détaillants adoptent une approche dite « omnicanal ». Les distributeurs en Europe ont, en effet, développé une chaîne d'approvisionnement unifiée, où les magasins physiques et en ligne utilisent les mêmes systèmes de distribution (« Click and Collect »).

Les sociétés de e-commerce et de logistique vont continuer à jouer un rôle de premier plan dans le secteur de l'immobilier industriel, la « livraison du dernier kilomètre » devenant de plus en plus importante. Le terme « dernier kilomètre » est un terme utilisé dans la gestion de la chaîne d'approvisionnement et la planification des transports pour décrire le transfert de personnes et des marchandises d'un centre de transport vers leur destination finale, à domicile.



L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?



ATTENTES DE LA RICS : FOCUS SUR L'EUROPE DU SUD ET L'ALLEMAGNE

Les participants au Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) Global Commercial Property Monitor ont estimé que la majorité des marchés immobiliers mondiaux étaient assez stables au quatrième trimestre 2018, malgré des risques macroéconomiques plus élevés (RICS, 25 février 2019). L'Europe continue d'afficher les meilleurs résultats en termes absolus, tant du point de vue des investisseurs que des marchés locatifs, la Grèce, la Hongrie, le Portugal et l'Espagne se classant parmi les pays européens les plus performants. Les Pays-Bas et l'Allemagne continuent de générer un intérêt considérable, même si ce dernier est considéré comme étant plus proche du sommet du cycle et généralement plus tendu du point de vue de la valorisation.

La situation est plutôt morose dans le secteur des locaux commerciaux. « *Le changement de comportement des consommateurs et, en particulier, le passage à la vente en ligne ont un impact négatif sur les locataires de locaux commerciaux (marges sous pression), avec des taux de vacance en hausse dans l'ensemble du secteur en Europe. En France, le secteur des locaux commerciaux, notamment sur les places secondaires, est également confronté à des conditions plus difficiles. En effet, la demande des investisseurs reste en recul, en raison de la détérioration des fondamentaux des locataires et de la hausse consécutive des taux de vacance.* » (Source : RICS Global Commercial Property Monitor, 26 février 2019).

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

QUELLES SONT LES TENDANCES SUR LES MARCHÉS DE L'IMMOBILIER COMMERCIAL AMÉRICAIN ?

Le National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) a publié les résultats du premier trimestre 2019 (T1 2019) pour l'indice NCREIF Property Index (NPI). Le rendement total trimestriel du NPI - généré par une combinaison de bureaux, de locaux commerciaux et industriels, d'hôtels et d'appartements - a été très bon au premier trimestre. La performance totale s'est élevée à 1,80 % au premier trimestre 2019, contre 1,38 % au trimestre précédent, avec un rendement du revenu de 1,11 % et un rendement du capital de 0,69 %. Il s'agit d'un rendement sans effet de levier pour l'immobilier « core » principalement détenu par des investisseurs institutionnels à travers les États-Unis (source : NCREIF, 25 avril 2019).

L'immobilier industriel, principalement des entrepôts, est resté la classe d'actifs immobiliers la plus performante, avec un rendement de 3,02 % sur le trimestre, bien qu'en baisse par rapport au trimestre précédent (3,40 %). Les activités de bureaux ont pris la deuxième place avec un rendement de 1,63 %, à peine inférieur à son rendement de 1,65 % au quatrième trimestre 2018. Les rendements du secteur de l'hôtellerie sont restés inchangés à 1,35 %, tandis que les rendements totaux de l'hôtellerie sont passés de 1,21 % à 0,44 %. De manière remarquable, les rendements des locaux commerciaux ont rebondi au cours du trimestre, passant d'un chiffre négatif de 0,43% au T4 2018 à un chiffre positif de 1,74 %.

ASIE : UN RALENTISSEMENT DE L'APPRÉCIATION DU CAPITAL POUR LES BUREAUX

En 2018, la performance des marchés de la location de bureaux est restée solide, avec des volumes en hausse de 21 % sur l'année 2018 par rapport à 2017. L'aménagement des locaux à usage de bureaux a été l'un des principaux moteurs de l'activité locative. Séoul a connu la plus forte amélioration des volumes locatifs trimestriels, tandis que les volumes du T4 2018 de Tokyo ont fortement baissé à cause des faibles taux de vacance et des options limitées de pré-location. Par conséquent, il peut y avoir des opportunités pour les promoteurs du marché de l'immobilier de bureaux à Tokyo, où la demande de nouveaux bâtiments est forte. De même, Melbourne et Sydney ont également connu une faible activité locative en raison d'une pénurie de biens de première qualité. Les volumes trimestriels de Shanghai ont légèrement augmenté du fait de la demande provenant des institutions financières étrangères. À Hong Kong, les volumes locatifs trimestriels sont en légère hausse en glissement annuel, tirés par les exploitants d'espaces flexibles (source : The Office Index, Jones Lang LaSalle, T4 2018).

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

Les loyers de bureaux en Asie-Pacifique sont restés stables, bien qu'ils aient progressé à un rythme plus lent de 1 % en glissement trimestriel au T4 2018 (contre 1,2 % au trimestre précédent). Les locations dans le centre de Hong Kong ont continué de ralentir à cause d'une demande plus faible des sociétés financières de Chine continentale. En outre, la croissance trimestrielle des loyers dans le Central Business District de Shanghai a également ralenti en raison d'une quantité significative de nouvelles offres à Pudong. À Séoul, les locations trimestrielles des bureaux ont légèrement baissé au T4 2018. Cependant, les loyers de bureaux à Singapour ont continué à augmenter au cours du trimestre (source : The Office Index, Jones Lang LaSalle, T4 2018).

Hong Kong connaît actuellement une demande soutenue d'opportunités d'investissement dans le secteur du self stockage. Par définition, une installation de self stockage est généralement divisée en petites unités (certaines d'entre elles peuvent être climatisées), et est également appelée mini-installations de stockage ou mini-entrepôts. Le stockage et les services d'entreposage sont souvent fournis à de multiples clients.

Il ne fait aucun doute que Hong Kong est le pays où les prix de l'immobilier sont les plus élevés au monde, un hongkongais moyen vivant dans 15 m² seulement. Hong Kong souffrait déjà d'une pénurie d'offre de locaux de self stockage en raison d'un terrible incendie en juin 2016, qui s'est traduit par la fermeture de plus de 100 installations, représentant environ 25 % du « marché d'autostockage » (source : Infrared NF Hong Kong, mars 2019). De fait, les installations d'autostockage pourraient être considérées comme un moyen pour les résidents d'étendre « l'espace résidentiel ».

CONCLUSION

Nous privilégions, pour le moment, l'immobilier de bureaux et logistique au détriment des investissements dans les locaux commerciaux, indépendamment de la géographie. Il apparait clairement que nous sommes en « fin de cycle » de l'immobilier sur de nombreux marchés, même si nous pensons que les investisseurs ne seront pas affectés par les fluctuations cycliques sur le marché immobilier. En effet, les marchés de capitaux restent très favorables. Toutefois, les investisseurs devraient s'endetter modérément pour éviter les ventes forcées à l'issue d'un retournement de marché. La prudence est de mise pour les marchés secondaires. Il est ainsi préférable d'investir dans des actifs qui peuvent être repositionnés sur des emplacements prime. Les investisseurs ne peuvent se permettre d'ignorer la baisse des rendements du capital qui surviendra dans les mois à venir.

LES MARCHÉS IMMOBILIERS MONDIAUX

LA PLUS FORTE HAUSSE DES PRIX DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL A EU LIEU… À MALTE

La plupart des pays d'Europe et d'Asie ont continué d'enregistrer de fortes hausses annuelles des prix réels au quatrième trimestre de l'année dernière, Malte et Manille (district de Makati) étant en tête de classement. Il ne fait aucun doute que la petite île reste le marché de l'immobilier le plus solide d'après l'enquête du Global Property Guide au niveau mondial. Les prix annuels de l'immobilier ont grimpé de 11,57 % au T4 2018, après une hausse annuelle de 12,86 % au T3 2018. Malte attire les propriétaires occupants et beaucoup moins les locataires, de sorte que la demande d'immobilier résidentiel des investisseurs étrangers est très élevée.

Des hausses significatives ont également été notées aux Pays-Bas, qui se sont complètement remis de la crise immobilière d'il y a quelques années. En outre, Singapour, le Chili, l'Allemagne, l'Irlande et le Portugal ont également enregistré des prix nettement plus élevés en termes réels en 2018.

D'autre part, certains marchés résidentiels, généralement très chers, ont connu une baisse des prix de l'immobilier au cours de la même période. Cette tendance a été manifeste en Suisse, à Pékin et, étonnamment, à Hong Kong. Cette dernière a enregistré une perte trimestrielle d'environ 9 % en termes réels au T4 2018, effaçant tous les gains précédents de l'année.

Les plus fortes baisses annuelles des prix de l'immobilier ont été observées en Égypte (-19,24 %), en Turquie (-8,82 %), à Dubaï (une fois de plus, -8,22 %), à Kiev (-6,09 %) et, comme déjà indiqué, à Beijing (-3,73 %).

Tableau 2 : Prix immobiliers réels au 31 décembre 2018

Classement	Pays	Annuel (%)		Trimestriel (%)
		T4 17	T4 18	T4 18
1	Malte	7,39	10,48	5,70
2	Manille (Makati)	7,34	9,91	5,55
3	Pays-Bas	6,92	8,49	2,14
4	Singapour	0,79	7,32	0,03
5	Chili	6,69	6,94	1,88
6	Allemagne	4,45	6,78	1,39
7	Irlande	11,68	5,81	0,69
8	Portugal	3,03	5,39	2,03
...	...	...	...	...
33	Hong Kong	12,78	-0,92	-8,73
...	...	...	...	...
37	Qatar	-10,42	-2,24	-0,22
38	Suisse	-1,70	-2,56	-0,23
39	Israël	2,19	-3,25	-0,78
40	Macédoine	0,78	-3,51	-1,52
41	Suède	5,70	-3,55	-0,19
42	Chine (Beijing)	-3,32	-3,73	-1,00
43	Ukraine (Kiev)	-7,97	-6,09	-1,45
44	Dubaï	-5,23	-8,22	-1,98
45	Turquie	-0,71	-8,82	0,91
46	Égypte	-11,49	-19,24	-16,84

Source : Global Property Guide, 03/2019. Prix de l'immobilier ajustés pour tenir compte de l'inflation

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

HONG KONG A PERDU SON STATUT DE LEADER INCONTESTÉ DU CLASSEMENT

La performance annuelle a terminé dans le rouge au T4 2018. Plus grave encore, les prix de l'immobilier se sont effondrés de 8,73 % au quatrième trimestre, reflétant la détérioration des conditions du marché. Il s'agissait d'un phénomène nouveau, car les prix de l'immobilier à Hong Kong atteignaient des niveaux étonnants depuis des années. Cela dit, les dernières nouvelles en provenance du marché résidentiel de Hong Kong sont également quelque peu mitigées. En février 2019, les ventes mensuelles de logements ont baissé de 10 % en glissement mensuel en raison de la pénurie de lancements sur le marché primaire. Pourtant, les valeurs vénales du marché de masse se sont stabilisées au cours du mois, progressant de 0,4 % après avoir baissé de 1,1 % en glissement annuel en janvier. Il s'agit de la première hausse mensuelle depuis que les prix ont atteint leur pic fin août 2018 (source : Jones Lang LaSalle, Property Market Monitor, mars 2019).

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

LE MARCHÉ RÉSIDENTIEL FRANÇAIS BAT DE NOUVEAUX RECORDS

Les zones métropolitaines de la France sont en train de battre des records, mais les écarts de prix sont très marqués. Les données du baromètre LPI-SeLoger ont montré de fortes disparités au sein du marché immobilier français, entre les zones géographiques, notamment pour les immeubles plus anciens. De fait, les prix des appartements anciens varient de un à quatre fois entre les villes les moins chères comme Brest (1 902 EUR/m²), le Grand Nancy (2 053 EUR /m²) et Rouen (2 246 EUR/m²) et les banlieues les plus chères du Grand Paris (7,137 EUR/m², souvent au-dessus de 10,000 EUR/m² dans certains arrondissements). Enfin, alors que les prix de l'immobilier progressaient fortement à Rennes (+14,6 %), ils ralentissaient à Grenoble (+0,9 %) et Montpellier (+0,4 %, source : SeLoger.com, 25 avril 2019).

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

DE FORTES DISPARITÉS DE PRIX ENTRE LES RÉGIONS DU ROYAUME-UNI

Les prix de vente de l'immobilier résidentiel au Royaume-Uni ont continué de baisser sur une base annuelle, reculant de 0,1 % sur la période de 12 mois s'achevant en avril 2019. Il s'agit d'une légère amélioration par rapport à la baisse annuelle de 0,8 % enregistrée le mois précédent (source : Rightmove Real Estate Price Index, 15 avril 2019).

Mais sur une base mensuelle, les prix pratiqués au Royaume-Uni ont augmenté de 1,1 % pour atteindre en moyenne 305 449 GBP, soit la plus forte hausse mensuelle depuis un an.

Il est intéressant de relever les disparités régionales considérables, le Pays de Galles et des poches du nord de l'Angleterre surperformant Londres et le sud de l'Angleterre. Cette tendance n'est pas nouvelle, et s'est inversée en 2018. En conséquence, la plus forte hausse annuelle des prix a été de 3,8 % dans les West Midlands, suivie d'une hausse de 3,6 % au Pays de Galles et de 3 % dans le Yorkshire & Humberside. Ceci contraste fortement avec la capitale britannique, Londres affichant une baisse de 2,2 % des prix de vente annuels.

Il est difficile de donner une image claire des marchés résidentiels britanniques. Selon l'enquête britannique sur le marché résidentiel de la Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) (mars 2019, publié le 11 avril 2019), le marché du logement est resté atone en mars, tendance observée sur le marché des ventes depuis plusieurs mois. En ce qui concerne les prix, 24 % des répondants ont fait état d'une baisse (plutôt que d'une augmentation) des prix en mars. Comme le montre l'enquête, Londres et le Sud-Est ont continué d'être les plus pessimistes s'agissant de l'évolution des prix, l'Écosse et l'Irlande du Nord étant les seules régions du Royaume-Uni à avoir connu une croissance soutenue et régulière des prix au cours des deux derniers mois. Au niveau national, 15 % de participants de plus s'attendent à une hausse des prix dans les douze mois.

« *Le Brexit reste une contrainte majeure pour l'activité du marché, des preuves anecdotiques indiquant que les acheteurs potentiels sont réticents à s'engager face à une incertitude accrue* » . (Source : Enquête RICS, mars 2019).

PORTUGAL ET BREXIT

Les citoyens britanniques sont de plus en plus intéressés par le programme portugais d'immigration, le programme 'Golden Visa Immigration Investment Programme'. En effet, ce dernier s'est avéré extrêmement populaire auprès des investisseurs du monde entier, qui ont acquis des biens immobiliers pour une valeur de 3,85 Md EUR depuis 2012. Sans surprise, les investisseurs chinois représentaient 60 % du volume total des investissements (source : Sniper Capital, mars 2019).

Les citoyens britanniques (qui sont encore citoyens de l'UE à l'heure actuelle) n'ont pas le droit de demander un 'Golden Visa' (avril 2019). Mais si le Royaume-Uni devait quitter l'UE, les investisseurs britanniques pourraient demander un tel visa au Portugal, sous réserve de toute disposition transitoire.

En fait, l'une des préoccupations concernant un Brexit « dur » est que les ressortissants britanniques pourraient perdre leur liberté de circulation, de résidence et leur droit de travailler dans les pays de l'UE après le Brexit. Toutefois, si une voie d'accès au programme Golden Visa Immigration Investment est offerte grâce à un investissement immobilier « qualifié » au Portugal, le permis de séjour est accordé à l'investisseur demandeur (et à sa famille proche).

En fin de compte, l'accès à la résidence permanente peut conduire à la délivrance d'un passeport portugais à l'issue d'une période de détention de placements de 5 ans. En outre, le Portugal autorise la double nationalité et, de ce fait, un citoyen britannique peut conserver son passeport britannique, s'il le souhaite.

Pour rappel, le « régime fiscal des Résidents Non Habituels » (NHR) au Portugal est également très attractif d'un point de vue fiscal, dans la mesure où il accorde des avantages fiscaux significatifs aux personnes non résidentes si elles prennent le statut de Résident Non Habituel.

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

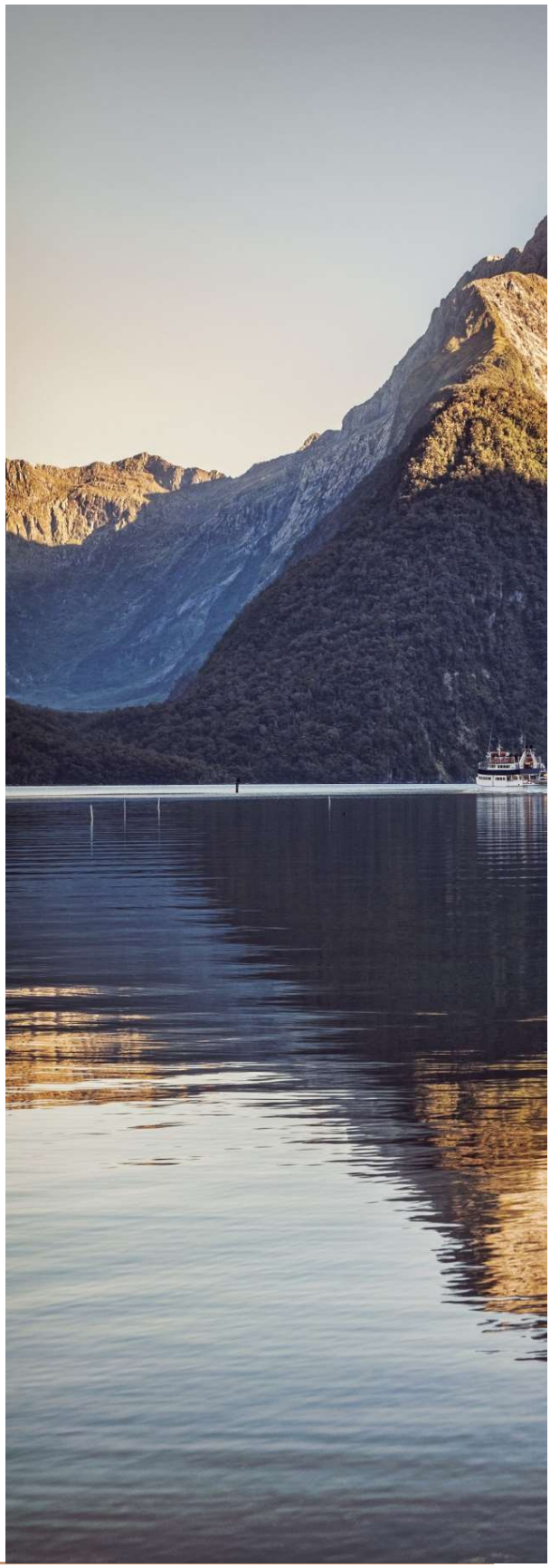
DES PRIX LÉGÈREMENT PLUS BAS POUR LES APPARTEMENTS SUR LA CÔTE BELGE

Le prix moyen d'un appartement sur la côte belge a chuté pour la première fois depuis 2014. En outre, le prix d'un appartement sur digue a également quelque peu baissé (source : Kustbarometer van de Federatie van de het Notariaat, 19 avril 2019). L'une des principales raisons en est qu'un stock important de « vieux » appartements a été « déversé » sur le marché.

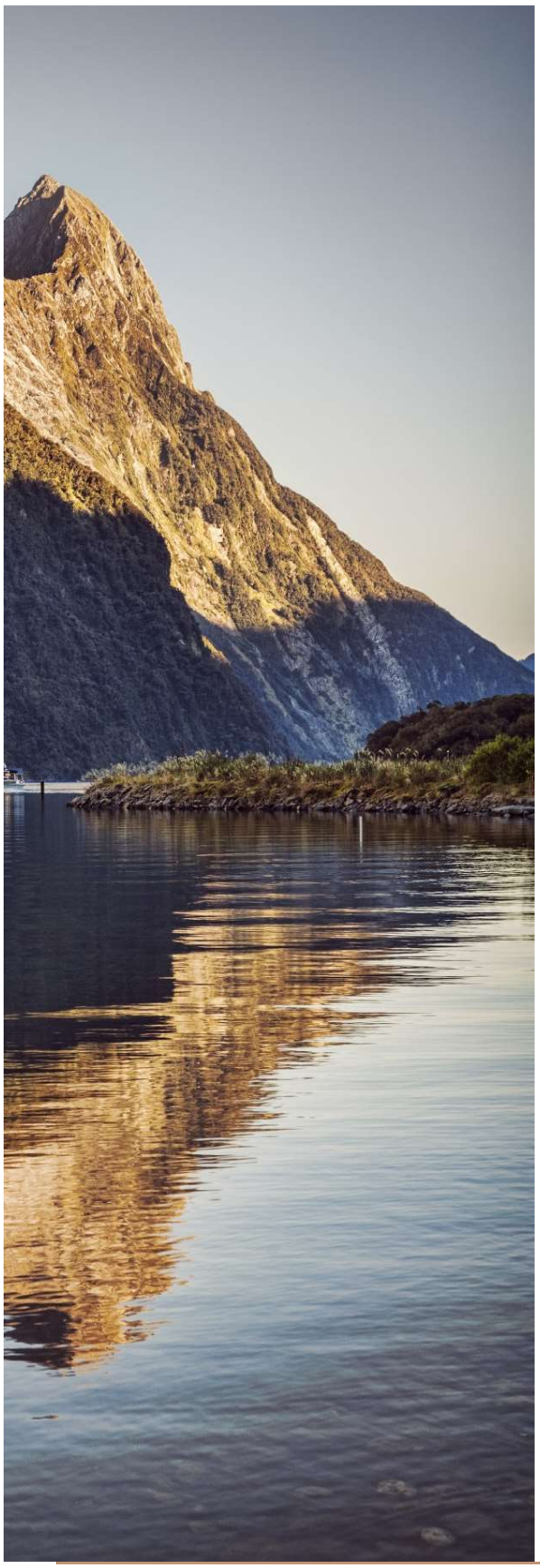
Un appartement dans l'une des municipalités côtières de Belgique coûte en moyenne 259 456 EUR en 2018, soit exactement 2,4 % de moins qu'en 2017 (contre +5,7 % en GA en 2017). Il est probable qu'un appartement du bord de mer l'année dernière ait encore coûté environ 40 000 EUR de plus qu'un appartement dans le reste de la Belgique. Le prix moyen des appartements dans les municipalités côtières était compris entre 161 000 et 474 000 euros. Sans surprise, les appartements les plus chers se trouvaient à Knokke, une ville de plages très tendance.

Le prix moyen d'un appartement sur digue était de 320 000 EUR l'an dernier, soit 1,4 % de moins que l'année précédente. Les prix ont oscillé entre 220 000 EUR et 691 000, EUR, Coxyde et Ostende affichant de fortes hausses de 14 % et 13,2 % respectivement.

Les notaires belges ont déclaré que la baisse de prix est « relative » (source : Kustbarometer van de Federatie van de het Notariaat, 19 avril 2019). Les prix des nouveaux projets de construction ne baissent certainement pas. Mais beaucoup trop de vieux appartements sont simplement « déversés » sur le marché. Ces vieux appartements, dotés de bas plafonds, de petites terrasses ou d'un espace de stationnement insuffisant ne répondent plus aux nouvelles normes. Le problème principal est la loi sur la copropriété. Lorsqu'un immeuble d'habitation est démoli et reconstruit, tous les copropriétaires doivent y consentir. Il suffit qu'une seule personne ne soit pas d'accord pour que le nouveau projet soit abandonné.



L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?



LES PIRES ENDROITS D'AUSTRALIE...

Les prix à Sydney et à Melbourne ont commencé à chuter, mais ils devront baisser bien davantage pour seulement approcher la pire baisse connue par le pays. Les chiffres des ventes des cinq dernières années montrent que les plus gros gouffres financiers du secteur de l'immobilier en Australie restent concentrés dans les régions et se situent à des milliers de kilomètres de Sydney et Melbourne.

Parmi les villes ayant subi les plus fortes baisses de prix, on trouve Newman dans la région riche en minerai de fer de Pilbara, qui est une grande région à faible densité de population au nord de l'Australie occidentale, et Derby, une ville de la région de Kimberley, en Australie occidentale. Le prix moyen de l'immobilier dans ces zones a diminué de plus de moitié sur la période de cinq ans, passant de plus de 600 000 AUD à moins de 200 000 AUD.

Des pertes encore plus importantes ont été enregistrées à Port Hedland, la deuxième plus grande ville de la région de Pilbara, qui comprend la ville satellite de South Hedland. La valeur moyenne d'une maison située dans le port à 1 523 km au nord de Perth était de 1,27 millions AUD en 2013, mais depuis, elle est tombée à environ 395 000 AUD. En 2013, le prix moyen des maisons de la région sud de Hedland était de 865 000 AUD, un chiffre qui ne s'élève aujourd'hui qu'à 195 000 AUD.

À titre de comparaison, les prix de l'immobilier dans la banlieue de Sydney la moins performante - la banlieue ouest d'Annandale - ont chuté d'environ 3 % en cinq ans, le prix unitaire moyen passant de 770 000 AUD à 747 500 AUD (source : Daily Telegraph, 25 avril 2019).

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

LE RALENTISSEMENT DE L'APPRÉCIATION DU CAPITAL AUX ÉTATS-UNIS

L'indice S&P CoreLogic Case-Shiller 20-City des prix de l'immobilier résidentiel aux États-Unis a augmenté de 3,6 % en glissement annuel en janvier 2019, bien qu'en recul par rapport à une croissance de 4,1 % le mois précédent. Il s'agit de la plus faible hausse annuelle des prix de l'immobilier depuis septembre 2012. Las Vegas a enregistré la plus forte hausse des prix de l'immobilier (10,5 %), suivie de Phoenix (7,5 %) et Minneapolis (5,1 %). À Seattle, les hausses annuelles de prix sont passées de 12,8 % en janvier 2018 à 4,1 % un an plus tard. San Francisco a vu sa hausse annuelle des prix baisser de 10,2 % à 1,8 % sur la même période (source : S & P CoreLogic Case Shiller, 26 mars 2019) Les hypothèques sont très importantes pour les acheteurs, et beaucoup dépendront des taux futurs.

CONCLUSION

De nombreux marchés immobiliers ont continué d'afficher des rendements attractifs l'année dernière, les acheteurs affichant des bénéfices raisonnables en termes réels. Toutefois, les arbres ne montent pas jusqu'au ciel, même dans le contexte actuel de taux d'intérêt obstinément bas. Un certain nombre de marchés immobiliers surévalués ont connu une érosion des prix ces derniers mois ou ont présenté la caractéristique d'être touchés par un ralentissement de la croissance des prix. En outre, les prix des logements peuvent présenter des variations considérables sur un même marché, une tendance qui devrait selon nous se poursuivre au cours des prochains mois.

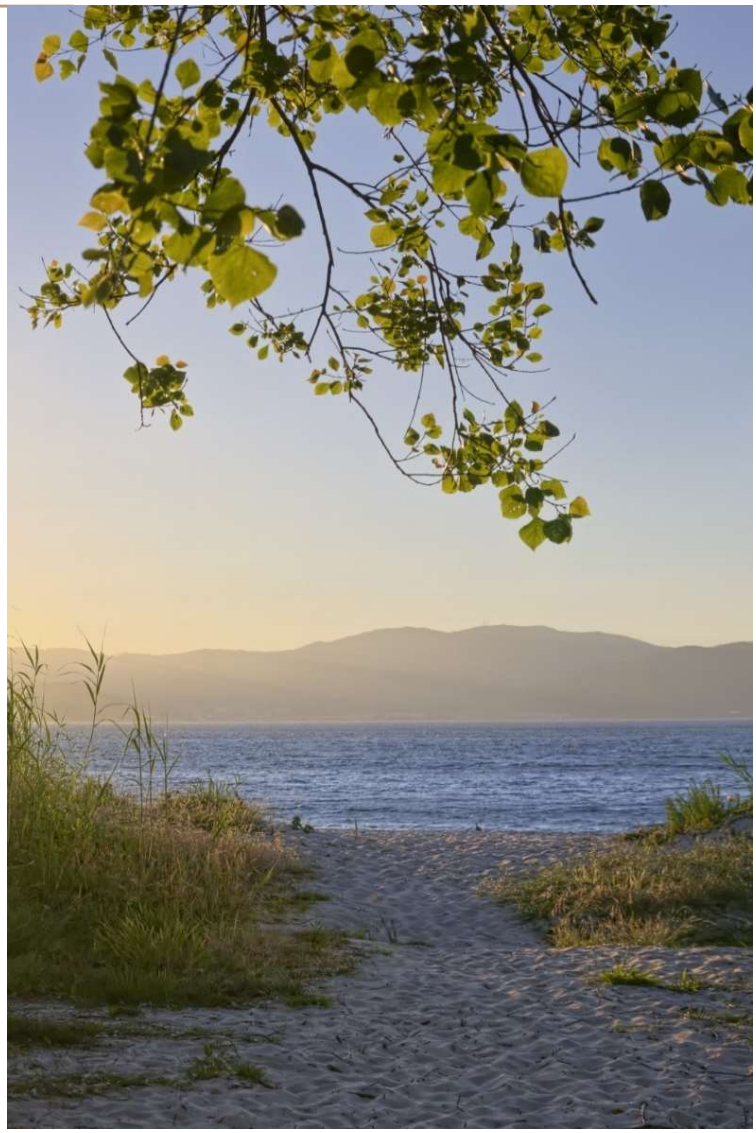
L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

LES MARCHÉS IMMOBILIERS COTÉS DANS LE MONDE

DES HAUTS ET DES BAS...

Dans notre précédent rapport sur l'immobilier publié en octobre dernier, nous écrivions que les années d'or des marchés immobiliers cotés « appartiennent au passé ». Les taux d'intérêt nominaux étaient sur une trajectoire haussière au second semestre 2018, de sorte que les cours des actions ont chuté compte tenu de la sensibilité (à court terme) des REIT aux taux d'intérêt nominaux et réels.

En conséquence, la plupart des rendements (variation du cours de l'action + dividendes) générés par les REIT, étaient négatifs en 2018. L'Europe Continentale a enregistré une très mauvaise performance avec des pertes allant jusqu'à 16 % en euro malgré des disparités de rendements totaux entre les pays européens comme la France par rapport à la Belgique et l'Allemagne. Les REIT asiatiques ont également enregistré des pertes d'environ 10 % en devise locale alors que les pertes générées par les REIT nord-américains ont été limitées à environ 3 % en dollars (source : Real Estate Securities Investment Guide, BNP Paribas Wealth Management, janvier 2019).



La situation sombre s'est améliorée depuis janvier. Depuis le début de l'année, les rendements sont très bons pour les investisseurs détenteurs de REIT : Le rendement total (dividende brut plus la variation du cours de l'action) a atteint près de 14 % en Europe et plus de 14 % en Amérique du Nord et à Hong Kong.

La France a brillamment surmonté les pertes subies en 2018, avec un rendement total de +19 % depuis le début de l'année au 25 avril. Sur la période de 12 mois s'achevant le 25 avril 2019, le Royaume-Uni et la France ont enregistré des rendements médiocres (en devise locale).

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

Sur une période de cinq ans, les performances annualisées mondiales ont été positives, la plupart des pays affichant des rendements proches de (ou supérieurs à) 5 %. Mais les rendements totaux des REIT japonais ont été décevants sur la même période, dépassant à peine 3 %.

Fin janvier, nous avons modifié notre recommandation de Neutre à Acheter pour tous les marchés de REIT à l'exception du Royaume-Uni. Nous pensions que les REIT pourraient se redresser partiellement après les pertes de l'année dernière (y compris les REIT de détail survendus), et c'est heureusement ce qu'ils ont fait.

Il est intéressant de noter que les investisseurs immobiliers restent plutôt « calmes » s'agissant des REIT britanniques, ignorant plus ou moins l'impact négatif d'un scénario improbable de Brexit « dur ».

De plus, les marchés des REIT surperforment l'ensemble des marchés boursiers depuis des années et affichent des rendements totaux représentant plusieurs fois celui des actions ordinaires. Ces dernières années, les REIT ont performé dans la lignée des obligations Investment Grade à long terme, capitalisant sur la baisse continue des taux d'intérêt. Cependant, contrairement aux obligations non indexées, les REIT - et l'immobilier en général - offrent une protection relativement bonne contre l'inflation.

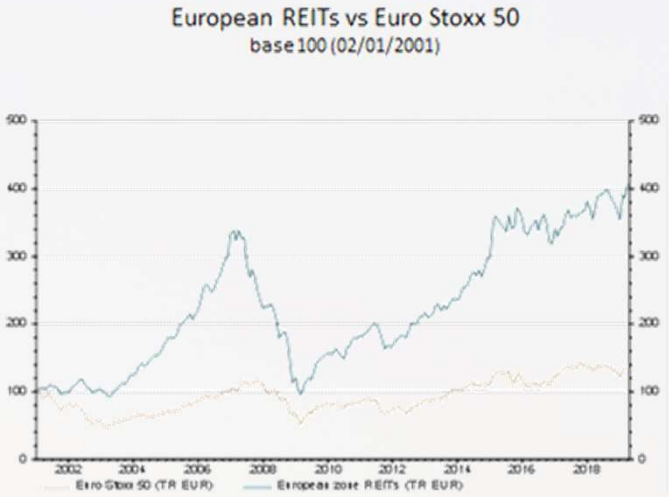
Tableau 3 : Performance annuelle des REIT au 25 avril 2019 (en devise locale)

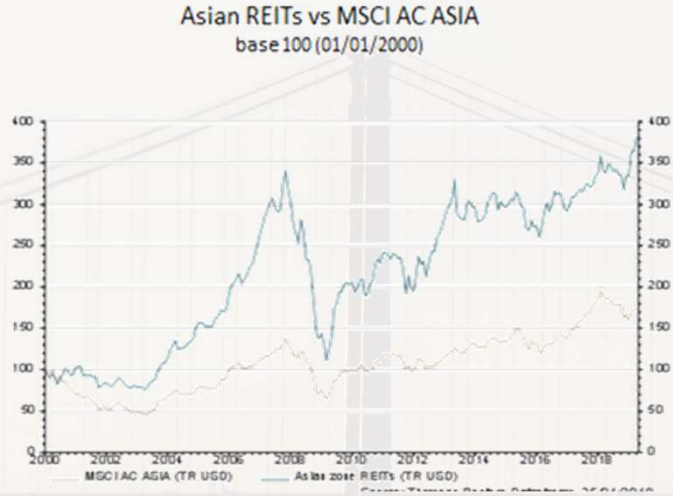
Nom de l'indice	Devise	1 mois	YTD	1 an	3 ans	5 ans
FTSE EPRA/NAREIT Europe ex-UK	Euro	0,05	12,26	8,63	8,32	11,85
FTSE EPRA/NAREIT Europe	Euro	0,53	13,62	6,24	5,41	9,31
FTSE EPRA/NAREIT France	Euro	3,76	19,33	1,72	3,26	6,41
FTSE EPRA/NAREIT Germany	Euro	-4,48	8,27	13,86	15,85	20,34
FTSE EPRA/NAREIT UK	GBP	2,50	12,91	-0,82	2,77	4,85
FTSE EPRA/NAREIT Belgium/Luxembourg	Euro	0,15	12,88	22,10	12,37	14,45
FTSE EPRA/NAREIT Asia	USD	-1,21	11,56	9,47	6,92	5,31
FTSE EPRA/NAREIT Japan	Yen	-2,21	7,61	6,50	0,50	3,22
FTSE EPRA/NAREIT Singapore	SGD	2,55	13,65	5,14	10,37	6,86
FTSE EPRA/NAREIT Hong Kong	HKD	1,30	18,27	13,85	16,72	10,23
FTSE EPRA/NAREIT North America	USD	0,18	14,83	21,44	6,00	7,87

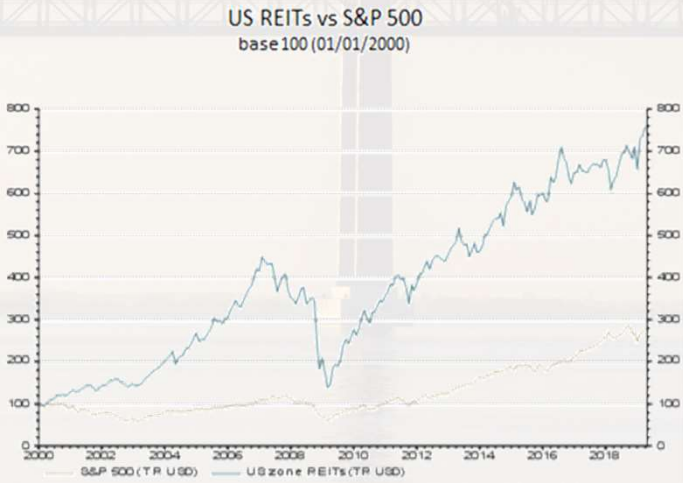
Source : EPRA, 25/04/2019

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

Graphiques 2, 3 et 4 : Performances des REIT en Europe, en Amérique du Nord et en Asie
Par rapport à l'ensemble des marchés boursiers







Source : Thomson Reuters Datastream, 25/04/2019

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

Nous pensons que la baisse récente et imprévue des taux d'intérêt nominaux (et réels) à long terme a largement contribué à cette solide performance. Comme mentionné précédemment, au second semestre de l'année dernière, de nombreux investisseurs se sont inquiétés d'une éventuelle hausse des taux d'intérêt nominaux. Il est vrai que des taux plus élevés peuvent entraîner une augmentation du coût de l'emprunt, tandis que d'autres formes d'investissement peuvent également devenir plus attractives que l'immobilier coté (par exemple les obligations d'entreprises de qualité Investment Grade).

DEUX MARCHÉS D'ACTIFS PARALLÈLES

Les REIT sont plus rapidement affectés par la hausse des taux d'intérêt que par la valeur de leurs biens en raison de leur forte liquidité. D'une manière générale, l'existence de marchés immobiliers parallèles soulève certaines questions importantes : Le marché privé direct et le marché public des actions de REIT :

- Quel(s) marché(s) d'actifs les investisseurs doivent-ils privilégier lorsqu'ils envisagent un investissement immobilier ? L'immobilier coté ? L'immobilier non coté ? Les deux ? Nous recommandons d'investir sur ces deux marchés afin de garantir un degré de liquidité différent au sein d'un portefeuille immobilier ;

- Peut-on faire de l'arbitrage sur deux marchés afin de réaliser des profits plus rapidement ? Nous pensons qu'une stratégie « d'arbitrage » est possible, ce qui est précisément ce que plusieurs gérants d'actifs ont fait ces derniers mois, à savoir cibler les portefeuilles immobiliers cotés présentant une décote et les retirer de la Bourse dans le but de déverrouiller la valeur cachée par la suite ;

- Les deux marchés d'actifs évaluent-ils les mêmes actifs sous-jacents différemment ? Oui, et c'est la raison pour laquelle les REIT peuvent coter avec une prime ou une décote par rapport aux valeurs liquidatives nettes (VL). Cette question sous-tend la deuxième question.

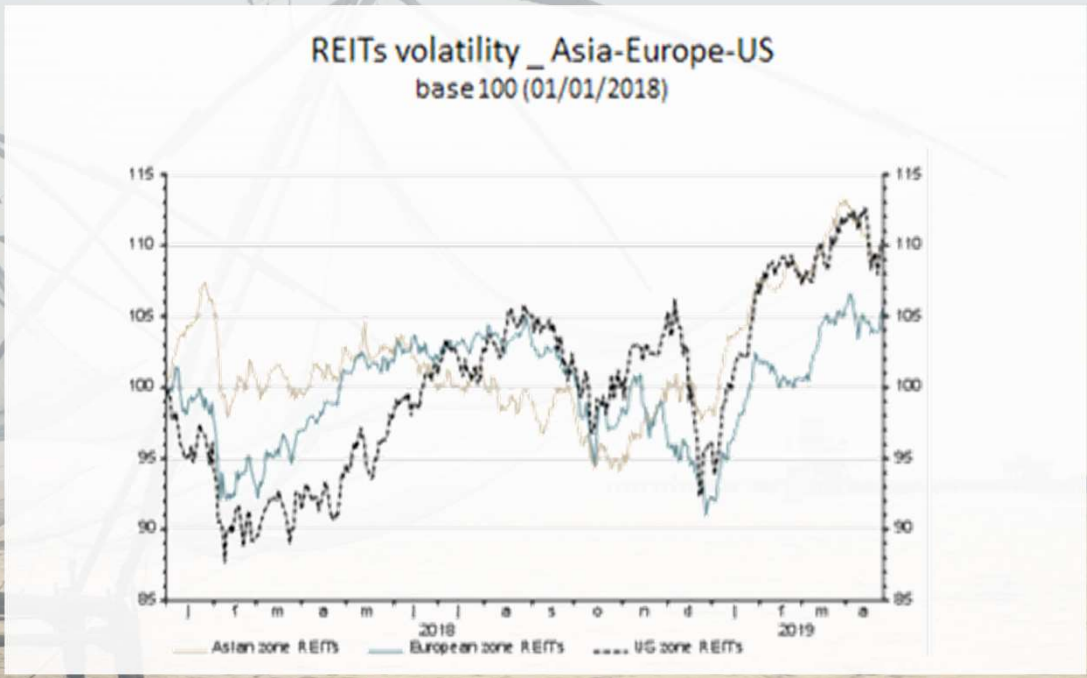
L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

PERSPECTIVES DES REIT

Après une solide performance au premier trimestre, nous pensons que la performance du T1 2019 sera difficile à répliquer au cours des prochains mois. Les taux d'intérêt sont proches de zéro et les cycles immobiliers prennent progressivement fin dans de nombreuses régions du monde, plafonnant ainsi les valeurs et la croissance des loyers. Il est donc très difficile de trouver des catalyseurs à une croissance durable du cours des actions. De plus, un regain de volatilité ne doit jamais être exclu.

D'une certaine manière, nous pensons que les REIT pourraient désormais être considérés comme des valeurs de rendement pures plutôt que comme des valeurs de croissance. Cela signifie que les REIT versent une part plus importante de leur valeur aux investisseurs sous la forme de revenus courants, de sorte qu'ils sont perçus comme des valeurs de rendement attrayantes. En effet, les taux de dividendes bruts fluctuent toujours autour de 4 % en moyenne (par exemple en Europe) ce qui se traduit par un spread attractif avec les taux d'intérêt à long terme « sans risque ». Actuellement, le taux de dividende est la principale raison d'investir dans des REIT.

Graphique 5 : Volatilité des REIT depuis janvier 2018



Source : Thomson Reuters Datastream, 25/04/2019

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

UN NOUVEAU RÉGIME DE REIT LANCÉ AU PORTUGAL

Le 28 janvier 2019, le gouvernement portugais a publié le décret-loi n° 19/2019, qui introduit le cadre juridique des REIT entré en vigueur le 1er février 2019. Le REIT portugais est dénommé la Sociedades de Investimento e Gestão Imobiliária (sociétés d'investissement et de gestion immobilières ou SIGI, source : Galvão Teles, Soares Da Silva & Associados, février 2019). Le régime fiscal permet des exonérations (ou réductions d'impôts) sur les REIT, au bénéfice de leurs actionnaires, harmonisant ainsi le régime fiscal portugais avec d'autres régimes fiscaux internationaux.

L'introduction d'un régime juridique pour les SIIC a fait l'objet de discussions approfondies au Portugal, son approbation étant en cours depuis 2015, date à laquelle le Parlement portugais a autorisé le gouvernement portugais à introduire ce régime.

CONCLUSION

Nous réitérons notre stratégie « Acheter et conserver » - à l'exception des REIT britanniques - car les REIT offrent un rendement du dividende brut supérieur à celui d'autres classes d'actifs (obligataires) comme les obligations Investment Grade. En outre, la santé financière de la plupart des REIT s'est améliorée depuis la crise du crédit de 2007, ce qui s'est traduit par des ratios prêt/valeur raisonnables. L'appréciation du prix des actions pourrait être modeste dans les mois à venir compte tenu du très fort rebond du premier trimestre de 2019.

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT DANS L'IMMOBILIER

À QUOI DOIT RESSEMBLER UN PORTEFEUILLE IMMOBILIER GÉRÉ PROFESSIONNELLEMENT ?

Nous pensons qu'un portefeuille immobilier géré de manière professionnelle devrait inclure une part significative de biens immobiliers « alternatifs » ou à « valeur ajoutée ». Ainsi, au sein du portefeuille immobilier, il peut y avoir à la fois des composantes « core » et « non core », ces dernières pouvant être des véhicules d'investissement, tels que des fonds à valeur ajoutée ou opportunistes. Ces véhicules privés sont relativement illiquides, ou totalement illiquides tout au long de la période de détention. Et ils peuvent inclure des investissements nationaux et/ou internationaux.

Les TRI détenus par les investissements immobiliers se répartissent généralement en trois composantes : I) le rendement initial des flux de trésorerie, ii) les variations ultérieures des flux de trésorerie et iii) la variation du rendement ou la variation de la « valorisation ». Le gérant d'actifs devrait jouer un rôle significatif en :

- améliorant les flux de trésorerie (par repositionnement des actifs, gestion active des biens, recherche d'un meilleur mix locatif pour obtenir des loyers plus élevés, etc.) ; ou

- créant de la valeur (acheter des actifs à rendement secondaire, les rénover et les repositionner en actifs plus « core », permettant à l'investisseur de sortir à un rendement plus faible, etc). Bien entendu, il existe un lien de corrélation entre la croissance des flux de trésorerie et l'effet de variation des rendements.

C'est pourquoi il est si important que le gérant d'actifs ait un historique de performance impeccable (pour convaincre les investisseurs). Les biens immobiliers alternatifs (logistique, hôtels, etc...) devraient générer des rendements à deux chiffres (après un effet de levier raisonnable) pour compenser l'illiquidité durant la période de détention et, bien entendu, le risque supplémentaire supporté du fait de la détention de biens immobiliers core.

En revanche, l'immobilier « core » comprend des biens immobiliers de qualité, « stabilisés » et générateurs de revenus. Même si les revenus attendus d'actifs stabilisés sont susceptibles d'évoluer, les conditions de l'immobilier devraient continuer à s'appliquer pendant la durée de vie économique du bien. Par conséquent, le TRI « requis » par les investisseurs est inférieur à 10%, compte tenu du risque relativement faible encouru.

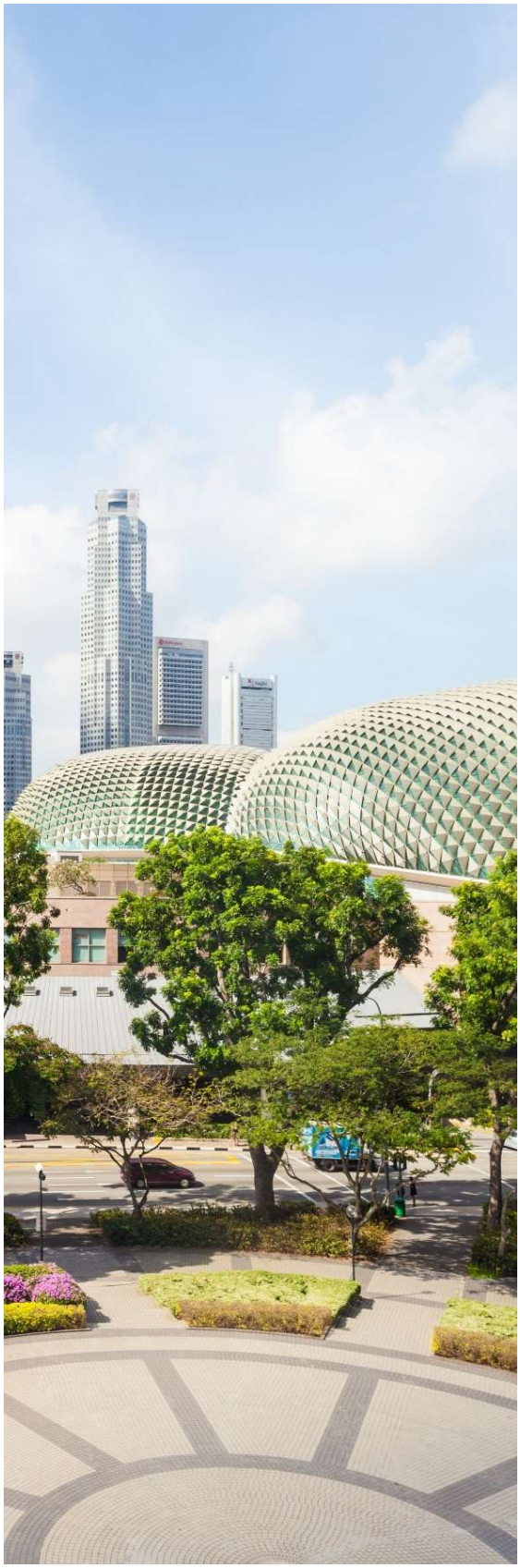
L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

NOTRE STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

Notre stratégie pour les investisseurs immobiliers reste cohérente, même si les conditions de marché ne sont pas simples. Les investisseurs ont les options suivantes.

- Acheter des biens immobiliers sur les marchés immobiliers de premier plan. C'est certainement le cas pour l'immobilier de premier rang en Europe (y compris le Royaume-Uni à un stade ultérieur), mais les États-Unis et l'Asie ne doivent pas être exclus. Cette stratégie peut être utilisée par des investisseurs ayant une préférence pour des actifs moins risqués et un objectif de génération de revenus et qui acceptent une croissance du capital en ligne avec l'inflation attendue. De ce fait, les marchés secondaires (de moindre qualité) devraient être évités, mais les investisseurs pourraient se tourner vers les actifs secondaires des emplacements de premier plan. Pour rappel, un emplacement secondaire se trouve à proximité ou adjacent à un emplacement principal ou prime;

- Acquérir des parts d'un « fonds de capital-investissement immobilier », qui a un gérant d'actifs créateur de valeur (acquisitions meilleur marché grâce à une solide plateforme d'origination des biens, identification des transactions « hors marché », conversion ou repositionnement des bâtiments existants afin de permettre une compression des rendements, etc.). Cette stratégie convient aux investisseurs qui visent un objectif d'investissement de croissance, ce qui implique un horizon d'investissement relativement long sans qu'il soit immédiatement nécessaire d'utiliser les liquidités investies.



Dans certains cas, le même investisseur peut définir ces deux objectifs pour différentes parties d'un portefeuille d'investissement.

Nous sommes convaincus que les investisseurs devraient inclure des investissements immobiliers cotés dans leurs portefeuilles immobiliers, même si la valeur des actions de REIT peut refléter les caractéristiques et la valorisation du marché boursier plutôt que celle du marché immobilier physique, du moins à court terme. Cela dit, les investisseurs perçoivent une part plus élevée de la valeur des REIT en revenus récurrents (dividendes) que dans d'autres classes d'actifs, et les REIT offrent un certain degré de liquidité au sein d'un portefeuille immobilier.

RECOMMANDATIONS RELATIVES À L'IMMOBILIER

Comme nous l'avons mentionné, nous sommes positifs sur le segment de l'immobilier à valeur ajoutée en Europe. Nous conservons une position négative sur les REIT britanniques en raison de la détérioration des conditions sur les marchés de bureaux du pays (en particulier à Londres) et nous sommes également négatifs sur un certain nombre de marchés émergents d'Amérique latine.

NOTRE STRATEGIE IMMOBILIERE PAR REGION

AMÉRIQUE DU NORD

Segment par région	Opinion précédente	Opinion actuelle
Immobilier commercial haut de gamme	Neutre	Neutre
Immobilier commercial de second rang	Neutre	Neutre
Biens résidentiels	Neutre	Neutre

EUROPE

Segment par région	Opinion précédente	Opinion actuelle
Immobilier commercial haut de gamme	Neutre	Neutre
Immobilier commercial de second rang	Positive	Positive
Biens résidentiels « principaux marchés européens »	Neutre	Neutre
Marchés résidentiels (auparavant) durement touchés	Neutre	Neutre

MARCHÉS ÉMERGENTS (ASIE ÉMERGENTE ET AMÉRIQUE LATINE)

Segment par région	Opinion précédente	Opinion actuelle
Biens commerciaux	Neutre	Neutre
Immobilier résidentiel chinois haut de gamme	Neutre	Neutre
Immobilier résidentiel chinois de second rang	Neutre	Neutre
Biens résidentiels d'Amérique latine	Négative	Négative

Valeurs immobilières	**Neutre pour l'Europe continentale, les États-Unis et l'Asie. Négative pour le Royaume-Uni**	**Neutre pour l'Europe continentale, les États-Unis et l'Asie. Négative pour le Royaume-Uni**

L'importance des cycles immobiliers est-elle remise en cause ?

CONCLUSION

Dans ce nouveau rapport sur l'immobilier, nous nous demandons si l'immobilier est encore soumis à des cycles. La question semble provocatrice, mais elle est pertinente. Comment se fait-il que les rendements de l'immobilier aient continué d'augmenter ces dernières années sur la plupart des marchés de l'immobilier résidentiel et commercial à travers le monde ? Pourquoi n'avons-nous pas assisté à une véritable correction, comme lors des décennies précédentes ?

Nous pensons que les marchés financiers mondiaux, tirés par la politique monétaire des banques centrales, continuent de soutenir les marchés immobiliers. Les taux d'intérêt nominaux - en particulier les taux d'intérêt réels - sont si bas (ou négatifs) que les investisseurs sont à la recherche d'un meilleur rendement que ceux offerts par les autres classes d'actifs: or l'immobilier offre de tels rendements. En outre, les rendements immobiliers restent nettement supérieurs aux taux dits « sans risque ».

Néanmoins, il est impossible que les cycles immobiliers disparaissent purement et simplement. Ils peuvent toutefois probablement être « prolongés » par la politique monétaire. En tout état de cause, les investisseurs immobiliers devraient être prudents quant aux prévisions de rendement futur. Il leur faudra peut-être revoir légèrement à la baisse leurs prévisions concernant les actifs de premier rang, tandis que les gérants d'actifs qui tirent leur épingle du jeu devront continuer à créer de la valeur dans leurs investissements immobiliers, par le biais de la stratégie dite de « valeur ajoutée ».

Même si les rendements immobiliers baissent légèrement à l'avenir, l'immobilier pourrait rester attractif par rapport aux autres classes d'actifs, car l'aspect « relatif » d'un investissement immobilier - à savoir l'ajout de l'immobilier détenu en direct et de valeurs immobilières cotées à un portefeuille diversifié - demeure essentiel.


PARIS
9 294 KM
BERLIN
9 575 KM
SYDNEY
11 642 KM
JERUSALEM
7 468 KM
NEW YORK
12 541 KM

AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris – France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés des Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas. Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission.
BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quel que soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques; les performances passées ne présagent pas des performances futures. L'information contenue dans ce document a été rédigée sans prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lie a l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. Les principaux risques liés à un investissement dans un produit immobilier sont les suivants :

• **Risque de liquidité :** Pour un investissement immobilier, la liquidité correspond à la possibilité de vendre l'actif détenu directement ou constituant le sous-jacent de l'investissement, rapidement et sans impacter défavorablement son prix. Selon leurs diverses caractéristiques, les actifs immobiliers ont des degrés de liquidité variables.
• **Risque de rendement :** En fonction du contexte macroéconomique, financier, fiscal ou du l'environnement de l'actif, la performance d'un investissement immobilier peut varier dans le temps de façon imprévisible.

• **Risque financier :** Les évolutions des taux d'intérêt, de l'inflation ou des conditions d'accès au crédit constituent le risque financier des investissements immobiliers.

• **Risque économique et locatifs :** La performance des investissements immobiliers est étroitement liée à la demande, au pouvoir d'achat et à la solvabilité du locataire. Ce dernier peut représenter un risque de défaut ou un risque de vacance locative.

• **Risque lié à l'emplacement :** Un actif immobilier est exposé au risque de dépréciation de son emplacement qui affecterait directement sa valeur ou sa performance (plan d'urbanisme défavorable, projets de mise en valeur ou non du quartier, qualité du voisinage...).

• **Risque immobilier :** Les actifs immobiliers sont sujets à un risque d'obsolescence lequel peut impacter la capacité de l'immeuble à générer des revenus dans le temps (risque locatif). Le risque d'obsolescence est aujourd'hui plus élevé face à l'émergence de nouvelles normes environnementales.

• **Risque en capital :** Les actifs immobiliers ne peuvent être garantis et il se peut qu'au moment de la vente de son bien, un investisseur subisse une perte partielle ou totale du capital investi initialement.

• **Modifications de l'environnement juridique, réglementaire et fiscal :** Des modifications juridiques, fiscales ou réglementaires peuvent se produire pendant la vie d'un fonds immobilier, ce qui peut affecter négativement le fonds lui-même ou ses investissements.

En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions. Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction ; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document. En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions, sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs.
En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

Auteur : Pol Robert Tansens, MRICS
Head of Real Estate Investment Strategy
BNP Paribas Wealth Management

Director of Publication : Claire Roborel de Climens
Head of Private Investments and Real Estate
BNP Paribas Wealth Management

Editrice anglaise : Charlotte Standring
Traductrice Anglaise pour l'équipe de l'offre centrale
BNP Paribas Wealth Management

Conception Graphique : Marion Chaix de Lavarène
Spécialiste Marketing
BNP Paribas Wealth Management

BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change