

“LA DIVERSIFICATION  
DE NOS PORTEFEUILLES  
DE TITRES IMMOBILIERS  
COMMENCE-T-ELLE  
À PORTER SES FRUITS ?”

---



**BNP PARIBAS**  
**WEALTH MANAGEMENT**

La banque  
d'un monde  
qui change



# INVESTIR DANS L'IMMOBILIER INTERNATIONAL, EST-CE JUDICIEUX ?

Nous le pensons, même si la diversification des portefeuilles de titres immobiliers n'a pas toujours porté ses fruits ces dernières années. Par exemple, les marchés de capitaux et les politiques monétaires ont entraîné une convergence des rendements bruts initiaux sur plusieurs marchés de l'immobilier commercial haut de gamme au cours des dernières années. En effet, les investisseurs ne peuvent pas toujours percevoir des rendements totaux supérieurs à ceux du marché en dehors de leur pays d'origine en raison de certains obstacles et risques (mouvements de change, par exemple) inhérents à leurs activités à l'international. De plus, de nombreux marchés de l'immobilier commercial et résidentiel ont évolué de manière plus **synchronisée** ces dernières années.



## NOUS RESTONS TOUTEFOIS CONVAINCUS DU BIEN FONDÉ ET DU CARACTÈRE JUDICIEUX D'UN POSITIONNEMENT À L'INTERNATIONAL. ACTUELLEMENT, LES MARCHÉS DE L'IMMOBILIER SEMBLENT DE PLUS EN PLUS DÉCORRÉLÉS.

Rien ne laisse penser que les marchés américains de l'immobilier commercial sont sur le point d'atteindre un tournant, mais certains observateurs s'inquiètent de plus en plus de l'envolée des prix et se demandent quand elle s'arrêtera (est-ce sans limites ?). En Europe, le **Brexit** et la division du gouvernement britannique, maintiennent un voile d'incertitude sur l'avenir du Royaume-Uni. Parallèlement, la croissance économique de l'Europe continentale se redresse, ce qui pourrait soutenir la demande des investisseurs sur l'ensemble des segments du marché de l'immobilier commercial. En Chine, nous commençons à observer un décalage entre les marchés du logement haut de gamme (Pékin, Shanghai, etc.) et certaines villes plus petites. Pour la première fois, les marchés de rang inférieur devraient surperformer les marchés haut de gamme dans les prochains mois.

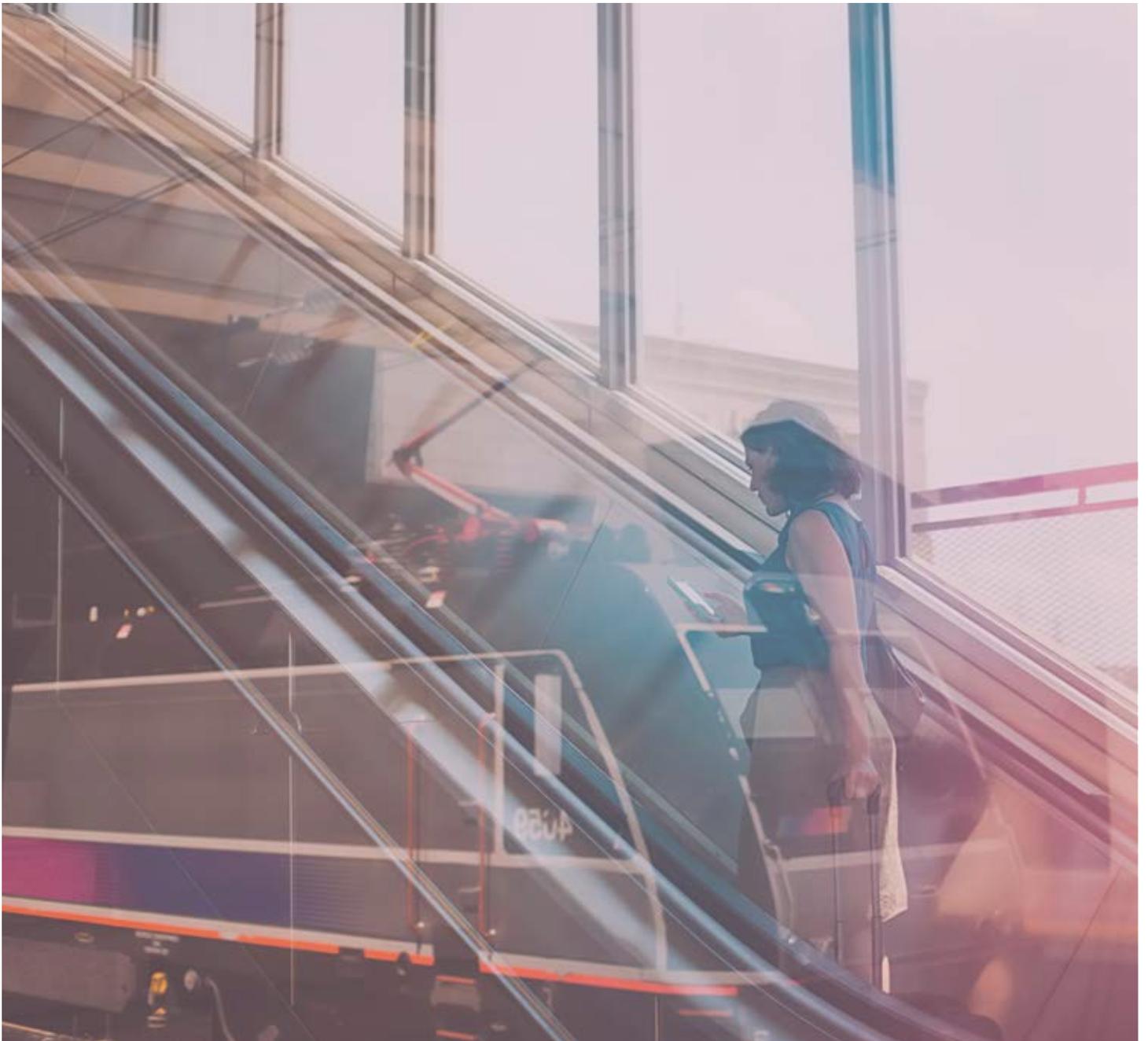
De la même manière, des écarts se manifestent entre les marchés de l'immobilier commercial et les marchés de l'immobilier logistique, notamment aux Etats-Unis : les commerçants sont progressivement soumis à une pression de plus en plus forte du fait de l'essor du commerce en ligne. En revanche, la demande des investisseurs pour les parcs logistiques reste très solide. Nous constatons une divergence similaire sur les marchés de l'immobilier coté : les commerçants pâtissent de la chute des cours des actions depuis le début de l'année.

Globalement, les SIIC américaines ont enregistré une perte cumulée en dollars de plus de 4 % au cours de la période de 12 mois courant jusqu'au 31 août 2017 (source : RESIG, BNP Paribas Wealth Management).

En Asie, le Japon est considéré comme un marché refuge à cause de l'incertitude croissante qui entoure les **pays voisins** (notamment la Corée du Nord). Depuis quelques années, les performances des marchés australiens de l'immobilier sont décorrélées de celles des autres pays d'Asie. De fait, ces marchés se sont révélés être de parfaits outils de diversification pour les investisseurs asiatiques. Toutefois, il est possible que les marchés australiens de l'immobilier résidentiel subissent une forte correction dans les prochains mois.

**La question de la corrélation/décorrélation des performances est une question difficile à traiter, tant pour l'immobilier que pour les autres classes d'actifs**

**Se pourrait-il que les performances des marchés de l'immobilier soient plus corrélées en période de crise financière qu'en temps normal. Le cas échéant, cela mettrait à mal l'argumentaire prônant une diversification entre les différents marchés de l'immobilier ?**



LES MARCHÉS  
DE L'IMMOBILIER  
À L'HEURE ACTUELLE :  
QUELS SONT LES  
PRINCIPAUX POINTS  
D'ATTENTION ?

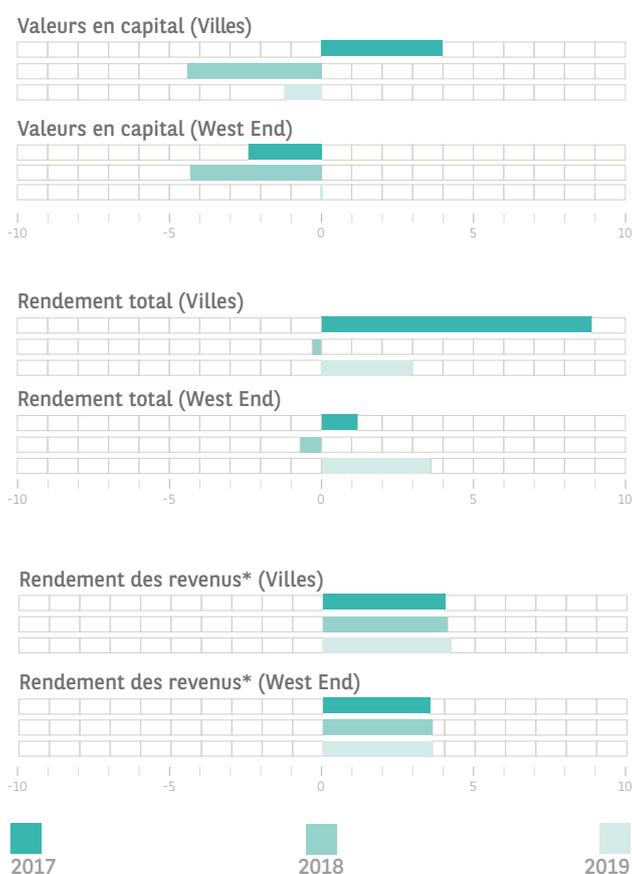
# QUELLES SONT LES CONSÉQUENCES DU BREXIT SUR NOS ACTIVITÉS ?

L'analyse des rendements totaux annuels (hors endettement) sur la période de 12 mois courant jusqu'au 30 juin 2017 montre que **l'immobilier commercial britannique a relativement bien résisté** (source : CBRE Research, 2Q17). La valeur en capital des actifs de bureaux, commerciaux et industriels britanniques a progressé de 3,7 % durant la période de douze mois courant jusqu'à fin juin 2017, portant les totaux annuels (majorés des loyers nets) à un niveau largement supérieur à 5 % sur la même période. Toutefois, les rendements moyens annuels ont globalement été distordus par la performance exceptionnelle du secteur industriel. Fait surprenant, les actifs industriels ont signé les meilleures performances, avec des rendements totaux hors endettement proches de 16 % pour la période de 12 mois courant jusqu'à fin juin 2017. Le segment des bureaux a stagné durant cette période : leur valeur en capital a légèrement baissé durant les deux mois qui ont suivi le vote en faveur du Brexit, avant de rebondir au premier semestre 2017.

**Nous restons cependant loin des prévisions de rendement apocalyptiques formulées dans la foulée du vote en faveur du Brexit en juin 2016.**

La question sur toutes les lèvres est la suivante : que se passera-t-il sur le marché londonien des bureaux dans les prochaines années ? BNP Paribas Real Estate table sur des rendements annuels totaux modestes pour la City et pour la région West End pour la période 2017-2019, et ce malgré une baisse de la valeur en capital de 4 % en 2018.

**Tableau 1 :** Rendements annuels totaux du marché londonien des bureaux « prime » (% , hors endettement)



(\*) Le rendement de cash correspond au rendement brut initial applicable  
 Source : BNP Paribas Real Estate (août 2017)



Moody's Investors Service ne se montre pas particulièrement optimiste vis-à-vis du Royaume-Uni. « La solvabilité du pays est sous pression et l'économie se contractera fortement dans les prochains mois en raison de la recrudescence des risques politiques et budgétaires survenue suite aux résultats des dernières élections législatives et suite au vote en faveur d'une sortie de l'Union européenne l'an dernier ». (Source : Moody's Investors Service, 11 juillet 2017).

« Les négociations avec l'Union européenne ont commencé récemment, mais il reste à voir si le gouvernement britannique est en mesure de parvenir à une issue raisonnablement satisfaisante pour le Royaume-Uni. La probabilité d'une sortie abrupte et préjudiciable de l'Union européenne, sans accord et sans retour aux règles commerciales de l'Organisation Mondiale du Commerce (OMC), est désormais plus forte qu'au lendemain du référendum, le gouvernement poursuivant jusqu'à présent des objectifs qui aboutiraient à une sortie brutale ». (source: Kathrin Muehlbronner, vice-présidente de Moody's).

## SE POURRAIT-IL QUE LE ROYAUME-UNI ET L'EUROPE CONTINENTALE ŒUVRENT À LA RÉALISATION D'UNE SORTIE BRUTALE ? C'EST UNE QUESTION TRÈS DÉLICATE.

**Les économistes de BNP Paribas Wealth Management pensent que l'économie du Royaume-Uni restera stable en 2017 par rapport à 2016. Le scénario qu'ils privilégient est une croissance de 1,8 % en 2017 et de 1,1 % en 2018 (source : BNP Paribas Wealth Management, septembre 2017).**

Parallèlement, les banques et les sociétés d'assurance basées au Royaume-Uni ont commencé à annoncer leur intention de délocaliser des emplois vers l'Europe continentale. Il est très difficile d'évaluer le nombre d'emplois concernés. Pour illustrer ce propos, Citigroup Inc. a choisi Francfort comme « nouveau centre d'affaires européen » et a délocalisé entre 150 et 250 emplois vers la ville allemande. Néanmoins, Citigroup conservera son siège social pour l'Europe, le Moyen-Orient et l'Afrique au Royaume-Uni (source : Bloomberg, 18 juillet 2017). Francfort pourrait être l'un des principaux bénéficiaires du vote en faveur du Brexit : Standard Chartered Plc, Nomura Holdings Inc., Sumitomo Mitsui Financial Group Inc. et Daiwa Securities Group Inc. ont récemment annoncé que la ville allemande deviendrait le centre névralgique de leurs activités en Europe. Deutsche Bank AG serait également en passe de transférer une grande partie des activités de trading et de banque d'investissement vers Francfort, sa ville natale (source : Bloomberg, 5 juillet 2017). Un grand nombre d'entreprises n'ont toujours pas publiquement annoncé ce qu'elles comptaient faire, de sorte qu'il est difficile d'avoir une idée précise du nombre total d'emplois concernés.

**Néanmoins, les grandes fortunes souhaitent toujours investir au Royaume-Uni, et en particulier à Londres.**

La plupart des questions posées par nos principaux clients asiatiques concernent les marchés britanniques de l'immobilier, en particulier les marchés de l'immobilier résidentiel haut de gamme, et les conséquences de la dépréciation de la livre sterling et de la baisse des prix nominaux.



## QU'EN EST-IL DE LA POLITIQUE ÉCONOMIQUE DE DONALD TRUMP ?

**Donald Trump parviendra-t-il à concrétiser ses promesses de campagne sur le protectionnisme commercial, les dépenses d'infrastructure et les allègements fiscaux ou bien se heurtera-t-il à un processus politique (voire juridique) qui impactera négativement sa stratégie économique? C'est toute la question.**

**Les marchés financiers commencent à douter de la faisabilité du programme du président américain, comme en atteste la chute de 15 % du dollar face à l'euro depuis le 20 décembre 2016 (source : ex.com, au 30 août 2017).**

Cela étant, les mouvements de change et donc, le risque de change, revêtent une grande importance aux yeux des investisseurs immobiliers qui souhaitent profiter de la hausse annoncée du marché des changes. BNP Paribas Wealth Management table sur une hausse du dollar face à l'euro d'environ 8 % à horizon de 12 mois, soit un taux de change EUR/USD de 1,10 (source : BNP Paribas Wealth Management, 1er septembre 2017).

La politique économique du président américain pourrait également avoir une incidence sur les taux d'intérêt à long terme (pas seulement en Amérique du Nord). Nous nous pencherons davantage sur la question dans cette analyse. Parallèlement, les observateurs tablent désormais sur une croissance de l'économie européenne plus rapide que celle de l'économie américaine.

## DES COMMERÇANTS EN GRANDE DIFFICULTÉ AUX ETATS-UNIS (ET DE PLUS EN PLUS DUREMENT TOUCHÉS DANS LES AUTRES RÉGIONS DU MONDE)

**D'aucuns ne sauraient nier que les petits commerçants ont été durement touchés par la croissance du commerce en ligne aux Etats-Unis. Les fermetures de magasins se multiplient à un rythme inquiétant.** Près de 2000 fermetures de magasins ont été annoncées au cours des derniers mois, portant le nombre total de prévisions de fermetures de magasins à 5100 depuis le début de l'année (source : Business Insider, 3 juin 2017). **Credit Suisse estime que le nombre de fermetures pourrait grimper à 8640 d'ici la fin de l'année 2017** et pense qu'entre 20 % et 25 % des centres commerciaux (c'est-à-dire, entre 220 et 275) fermeront au cours des cinq prochaines années. Le shopping en ligne a fortement pesé sur l'affluence dans des magasins physiques, mais l'agence de notation Fitch estime que 70 % de ventes de détail seront réalisées dans des magasins de ce type en 2020, contre 80 % actuellement (Fitch, 8 juin 2017).

## FORTE DEMANDE POUR L'IMMOBILIER LOGISTIQUE

**Véritable évolution structurelle, la distribution en ligne soutient l'activité du secteur de la logistique.** Au premier trimestre 2017, les loyers des infrastructures logistiques haut de gamme ont progressé de 2,2 % sur les marchés internationaux (hausse calculée sur la base des performances de 70 centres logistiques internationaux suivis par CBRE Research, Global Industrial & Logistics Rents, juillet 2017). Les centres côtiers comme Seattle et l'Interstate 78/Interstate 81 Corridor de Pennsylvanie ont vu leurs valeurs locatives augmenter de manière exceptionnelle (+16,9 % et +10 %, respectivement). Certains marchés à l'intérieur des terres ont également fortement progressé, à l'instar d'Atlanta et Chicago, en hausse de 9,2 % et 5,6 % respectivement.

La demande est restée plutôt forte pour les actifs logistiques côtiers et haut de gamme en Chine : Suzhou, Hangzhou, Ningbo, Wuxi Nanjing et Shenzhen ont enregistré une hausse des loyers de plus de 5 % (la hausse des valeurs locatives s'est révélée moins forte dans les autres villes du pays). L'Europe s'en sort bien également, même si les rendements bruts initiaux des actifs logistiques existants sont faibles (ce qui rend les actifs très chers). Cela a entraîné une forte hausse de l'activité immobilière, notamment au Royaume-Uni, où les promoteurs doivent offrir des loyers plus faibles pour attirer les locataires (source : CBRE Research).

# TAUX D'INTÉRÊT, INFLATION ET PRÊTS IMMOBILIERS

Certains observateurs affirment que les rendements des emprunts d'Etat à dix ans ne peuvent pas stagner à leur bas niveau actuel (quelles que soient la partie du monde concernée et les différences régionales). Il y a donc fort à parier que les banques centrales rehausseront leurs taux directeurs dans les prochaines années, animées du souci de refléter l'amélioration de la conjoncture macroéconomique. Nos économistes pensent toutefois que les taux resteront historiquement bas. Les taux d'intérêt nominaux sur les emprunts d'Etat à long terme ont augmenté au cours des trois semaines courant jusqu'au 7 juillet 2017, avant de reculer légèrement (source : TradingEconomics), comme le montre le tableau ci-dessous.

Concernant les Etats-Unis, les rendements des obligations indexées sur l'inflation ont également reculé depuis juillet. C'est le cas du rendement des emprunts d'Etat protégés contre l'inflation (« Treasury Inflation Protected Securities » ou « TIPS » en anglais), qui est passé de 0,646 % au 7 juillet à 0,41 % au 25 août (source : FRED, Economic Research).

La baisse du rendement réel (ajusté en fonction des prévisions d'inflation) traduit une baisse des perspectives de croissance de l'économie américaine et rend l'immobilier moins attractif en tant que classe d'actifs.  
Le recul des rendements obligataires réels pourrait saper la confiance des investisseurs envers la politique économique de Donald Trump.

Tableau 2 : Taux d'intérêt nominaux des emprunts d'Etat à dix ans (au 1er septembre 2017)

Principaux pays	01 sept. 2017	13 oct. 2016	Variation (bp)
Suisse	-0,14	-0,47	33
Japon	0,01	-0,05	6
Allemagne	0,36	0,06	30
TIPS US	0,41	0,09	32
Royaume-Uni	1,03	1,08	-5
Hong Kong	1,46	1,04	42
Espagne	1,58	1,12	46
Canada	1,84	1,18	66
Italie	2,08	1,39	70
Singapour	2,10	1,89	21
Etats-Unis	2,15	1,77	38
Australie	2,72	2,26	46
Portugal	2,86	3,34	-48
Chine	3,69	2,74	95
Pérou	5,16	5,74	-58
Grèce	5,54	8,40	-286
Indonésie	6,72	7,09	-37
Colombie	6,78	7,27	-49
Bésil	10,08	11,42	-134
Turquie	10,34	9,45	89

Source : TradingEconomics, Bloomberg (1er septembre 2017)

# CONCENTRONS-NOUS DÉSORMAIS SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE LA BANQUE CENTRALE EUROPÉENNE (BCE)

L'économie de la zone euro a progressé de 2,1 % en rythme annuel au deuxième trimestre 2017 (contre une hausse de 1,9 % au premier trimestre 2017). Ce chiffre correspond peu ou prou à la croissance du PIB annuel des Etats-Unis sur la même période.

L'Europe ne s'est jamais portée aussi bien depuis la crise financière (source : TradingEconomics).

Néanmoins, les prix à la consommation dans la zone euro n'ont augmenté que de 1,3 % en rythme annuel en juillet 2017, un chiffre identique à celui enregistré en juin, mais inférieur à la hausse de 1,4 % enregistrée en mai. Il s'agit du taux d'inflation le plus faible depuis le mois de décembre 2016. Cela s'explique par le ralentissement de la hausse des prix des services dans un contexte marqué par une hausse plus rapide des prix de l'énergie. Le taux d'inflation sous-jacent annuel, qui ne tient pas compte des prix des produits alimentaires et de l'énergie, particulièrement volatils, et sur la voie duquel la BCE oriente sa politique monétaire, est ressorti à 1,2 % en juillet, contre 1,1 % en juin et 0,9 % en mai (source : TradingEconomics).

Fatalement, le rebond de la croissance économique a soulevé la question d'une éventuelle réduction du programme d'assouplissement quantitatif de la BCE, via une politique monétaire accommodante ou expansionniste.

Nos économistes pensent que la BCE commencera à resserrer sa politique monétaire expansionniste à partir du mois de janvier 2018 et qu'elle y mettra à un terme à compter de 2019 si la conjoncture le permet. Il semblerait donc que le temps de l'argent bon marché soit compté.

La grande majorité des acteurs du marché tablent sur une hausse progressive des taux longs, mais il y a fort à parier que les hausses qui interviendront au cours des deux prochaines années seront modestes et qu'elles auront un impact minime sur les prix immobiliers (tant que la reprise économique se poursuit, soutenue par un taux d'inflation satisfaisant). Toutefois, nous pensons que cette période de taux faibles (en termes absolus) devrait perdurer un certain temps, ce qui permettra aux investisseurs d'augmenter la rentabilité de leurs fonds propres en recourant au financement par emprunt. Les loyers servent généralement à rembourser les intérêts et une partie du capital. Pour mémoire, le taux de rentabilité des fonds propres empruntés n'est pas toujours mentionné dans les rapports financiers. C'est ce qui explique le nombre important d'investissements réalisés dans l'immobilier commercial et dans l'immobilier résidentiel de nos jours. Comme toujours, financer une acquisition par endettement se révèle bénéfique lorsque la valeur du bien acquis augmente, mais il convient de faire attention lorsque la valeur du bien concerné commence à stagner ou à baisser.

Mario Draghi pourrait annoncer l'organisation d'un audit interne sur les différentes stratégies de sortie dans les prochains mois. Le scénario le plus probable consisterait à réduire de 10 milliards d'euros le montant des achats mensuels d'actifs à partir du mois de janvier 2018, comme l'a fait la Réserve fédérale américaine. Toutefois, de nombreux analystes tablent sur une réduction drastique de 20 milliards d'euros par mois à intervalles réguliers de trois mois.

Toute variation des taux longs, à la hausse ou à la baisse, entraîne une variation similaire des taux immobiliers à long terme, quoique dans une mesure moindre en raison des marges que prélèvent les banques. Une hausse des taux obligataires entraîne donc une hausse des taux d'emprunt immobilier à long terme. Au 1er septembre 2017, les taux des prêts immobiliers restaient raisonnables. Le rendement moyen d'un prêt à taux fixe d'une maturité de 30 ans ressortait à un niveau légèrement supérieur à 4 % aux Etats-Unis (source : Bankrate.com). Enfin, les prêts immobiliers européens assortis d'une maturité inférieure à 20 ans restent peu rémunérateurs.

# QUELLES SONT LES PERFORMANCES DES MARCHÉS DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL DE LUXE AU ROYAUME-UNI ?

**La dépréciation de la livre sterling entraîne une hausse des volumes d'activité sur le marché londonien de l'immobilier haut de gamme (sur lequel la valeur des biens peut atteindre jusqu'à GBP 20 millions).** La livre sterling a gagné 5 % face au dollar depuis le début de l'année (données au 30 août 2017), mais elle affiche toujours une baisse de 24 % face au billet vert depuis le 1er juin 2014 (source : Bloomberg).

« La faiblesse de la livre sterling, conjuguée à la révision à la baisse des prévisions de vente, signifie qu'un individu qui achète un bien immobilier en dollars pourra économiser plus de 20 % » (source : Black Brick, 30 août 2017). Les mouvements de change pourraient continuer à avoir un impact majeur dans les prochains mois. « Certaines grandes fortunes pensent que le marché de l'immobilier haut de gamme subira une correction, car elles sont convaincues que les négociations sur le Brexit et les piètres résultats du parti conservateur aux élections législatives dégraderont les perspectives économiques du Royaume-Uni ».

Le Brexit n'est toutefois pas la seule ombre au tableau. Il ne fait aucun doute que la hausse des droits d'enregistrements a causé des dégâts importants. Dans le cadre de la réforme de la Stamp Duty Land Tax (SDLT), entrée en vigueur en décembre 2014, la fiscalité a été alourdie pour toutes les résidences d'une valeur supérieure à 937 500 livres sterling. Elle a également été majorée d'un droit de timbre de 3 % sur toutes les résidences secondaires acquises à partir du 1er avril 2016.

Parallèlement, le gouvernement a renforcé les règles de lutte contre le blanchiment de capitaux applicables aux agents immobiliers. Depuis le 26 juin 2017, en vertu de la réglementation sur la lutte contre le blanchiment de capitaux, les agents immobiliers sont tenus de réaliser un audit de vérification sur tous les acquéreurs et vendeurs qu'ils représentent. L'objectif est de protéger le marché londonien de l'immobilier contre le blanchiment de capitaux.

**Nous pensons que les prix du marché immobilier de luxe londonien pourraient se stabiliser dans les prochains mois. En effet, la croissance des prix devrait être anémique au cours des deux prochaines années.**

Tableau 3 : Changement de la Stamp Duty Land Tax

Valeur des biens	SDLT avant les changements de 2014	SDLT 2017 sur la vente de biens	Majoration de 3%
£GB 1 000 000,00	£GB 40 000	£GB 43 750	£GB 73 750
£GB 2 000 000,00	£GB 100 000	£GB 153 750	£GB 213 750
£GB 3 000 000,00	£GB 210 000	£GB 273 750	£GB 363 750
£GB 3 000 000,00	£GB 350 000	£GB 513 750	£GB 663 750
£GB 10 000 000,00	£GB 700 000	£GB 1 113 750	£GB 1 413 750

Source : Black Brick, Juin 2017



QUELS TYPES D'ACTIFS  
LES INVESTISSEURS  
DEVRAIENT-ILS  
ACHETER, ET OÙ ?



## VISION D'ENSEMBLE

Les actifs défensifs du marché de l'immobilier commercial ont tendance à générer davantage de flux de trésorerie que les autres classes d'actifs (actions et obligations de haute qualité par exemple), en particulier dans un environnement de taux faibles.

Cela s'explique par le fait que les investisseurs immobiliers conservent généralement leurs actifs sur le long terme. En effet, conserver un bien sur une période prolongée augmente l'importance des revenus locatifs nets dans le retour sur investissement. De fait, nous conservons une opinion neutre sur les actifs « prime » du segment de l'immobilier commercial malgré le niveau élevé des multiples de valorisation et malgré le montant considérable des liquidités destinées à être investies dans ce type de produits. **Les actifs « prime » sont des biens de qualité supérieure produisant des revenus stables et assez liquides.**

Le taux de rentabilité interne (TRI) d'un actif immobilier se compose du rendement initial des flux de trésorerie (dès lors que le bien a été acheté), des flux de trésorerie ultérieurs calculés par indexation des loyers, de la valeur de marché révisée à la hausse, des loyers sous-jacents rehaussés ou minorés (à l'expiration des baux, fluctuation des revenus, etc.) et les variations du rendement (fluctuation de la valeur). Nous recommandons toutefois aux investisseurs de se concentrer davantage sur les rendements locatifs que sur les rendements en termes de plus-value en capital. Parallèlement, les investisseurs auront tout intérêt à financer leurs acquisitions à taux plafonné pour pouvoir faire face à une éventuelle hausse des taux d'intérêt.

Il est intéressant de constater l'absence de corrélation manifeste entre la hausse des loyers et la croissance des valeurs en capital (sauf sur le segment des bureaux londoniens) au cours des dernières années. Ainsi, les rendements des immeubles de bureaux en Europe ont diminué (ce qui a eu pour conséquence de renchérir le prix d'achat), plus en raison des flux de capitaux internationaux qu'en raison d'une amélioration des perspectives ou d'une reprise des marchés utilisateurs.

À l'heure où l'économie européenne se redresse progressivement, nous pouvons espérer une corrélation entre les loyers et les valeurs en capital d'une part et la croissance économique d'autre part.

Sur la plupart des marchés de l'immobilier de bureaux, nous tablons sur une forte croissance des loyers réels pour la période 2017/2018 si, comme nous le pensons, la reprise économique continue à soutenir la demande pour l'immobilier de bureaux. Munich (2,8 % par an) Berlin (6,9 % par an) et Hambourg (3,8 % par an) sont en tête. Nous tablons également sur une forte croissance des loyers à Madrid (4,5 %) et à Milan (4,0 %) (source : BNP Paribas Real Estate, septembre 2017).

Nous avons montré que les cycles immobiliers restent corrélés aux cycles économiques, quand bien même la nature exacte de cette corrélation est difficile à établir. Par conséquent, nous recommandons aux investisseurs de surveiller les marchés d'Europe continentale dans l'optique d'un achat immédiat et de surveiller le marché britannique pour saisir les opportunités d'investissement de demain (si les prix continuent à baisser). Les États-Unis sont confrontés à une baisse des rendements en termes de plus-value en capital, tandis que la défiance croissante à l'égard de la politique économique de Donald Trump a (momentanément ?) poussé le dollar à la baisse. Cependant, les actifs de prestige restent très demandés et la situation est identique en Asie. Ainsi, au Japon, le secteur privé soutient l'activité bouillonnante sur le marché de l'immobilier de bureaux de Tokyo et la capitale de l'empire du soleil levant est à la pointe de l'innovation logistique.

**Bien entendu, nous pensons que de nombreux investisseurs continueront aussi à s'intéresser à une large gamme de biens « alternatifs », que ce soit sur les marchés primaires ou secondaires.** Ces investisseurs ne sont généralement pas friands de l'approche macro. Cette approche consiste à suivre l'évolution d'un indice de référence sur la base duquel il est possible de calculer la performance du portefeuille immobilier grâce à des analyses et prévisions de marché (source : Andrew Baum, Commercial Real Estate Investment, 2000).

Indéniablement, de nombreux portefeuilles gérés par des professionnels concentrent les biens « non-core », alternatifs, « value-added » ou « turnaround ». Ce sont des structures privées peu liquides qui détiennent ces investissements (elles peuvent toutefois fournir des liquidités dans certains cas). Sans surprise, et malgré le professionnalisme des gérants de portefeuille, les investissements de ce type font courir des risques d'exécution plus importants qui mériteraient d'être récompensés par un TRI plus élevé, de préférence supérieur à 10%.

**Risques plus élevés et opportunités vont de pair.** De nombreux investisseurs s'inquiètent d'une éventuelle hausse des taux d'intérêt nominaux dans les mois et années à venir.

**Sans parler de la hausse des taux réels corrigés des effets de l'inflation.** Toutefois, à mesure que les taux d'intérêt augmentent, des opportunités se présentent lorsque les propriétaires surendettés doivent renforcer leurs fonds propres.

Tableau 4 : Rendement annualisé en monnaie locale

Région	1M	1Y	5Y*	5Y*
Immobilier asiatique hors Japon	0,1 %	20,7 %	9,8 %	5,2 %
Immobilier japonais	-2,9 %	-0,5 %	12,4 %	-0,5 %
Immobilier européen hors R.U.	-1,3 %	0,2 %	13,3 %	5,5 %
SIIC R.U.	-2,4 %	3,3 %	11,5 %	-0,1 %
SIIC Amérique du Nord	-1,8 %	-4,0 %	7,8 %	5,7 %

Source : BNP Paribas Wealth Management RESIG

Une stratégie « value-added » typique consiste à acquérir un bien à un montant inférieur à son coût de remplacement pour générer des rendements attractifs même si le marché stagne. Sinon, certaines villes se situant un stade moins avancé du cycle immobilier offrent toujours des actifs plus anciens, qu'il faudrait rénover et réaménager selon les besoins des nouveaux locataires. Cela engendrerait des dépenses d'investissement importantes. Les investisseurs peuvent également regarder du côté des projets de construction.

En conclusion, quelques observations sur les sociétés d'investissement immobilier cotées (« Real Estate Investment Trusts » ou « REIT » en anglais). Certains investisseurs se demandent si les REIT sont une bonne chose pour leur portefeuille de titres immobiliers. Nous sommes convaincus qu'elles le sont pour la plupart des régions, comme le montre le tableau ci-dessous. Le Japon et le Royaume-Uni font toutefois office d'exceptions.

Mais l'Asie (hors Japon), l'Europe continentale et l'Amérique du Nord ont généré des rendements totaux après financement de plus de 5 % au cours de la période de 10 ans courant jusqu'à fin août 2017. Les SIIC sont plus liquides que les actifs immobiliers détenus directement en portefeuille et sont exposés au même risque de change que les autres classes d'actifs.

Les REIT britanniques ont réussi à effacer la majeure partie des pertes qu'elles avaient subies suite au vote en faveur du Brexit (en livres sterling du moins). Cependant, le potentiel très limité des REIT britanniques en général nous inquiète, surtout depuis les élections législatives du 8 juin dernier.

## QU'EN EST-IL DES ETATS-UNIS ?

La réforme fiscale du président américain pourrait nuire aux REIT américaines. Donald Trump souhaite abaisser le taux de l'impôt sur les sociétés et les intermédiaires à 15 %.

Or, les REIT ne sont pas assujetties à l'impôt sur les sociétés : ce sont les actionnaires des REIT qui le sont. Par conséquent, il se pourrait (même si cela est peu probable) qu'elles soient soumises au taux d'imposition de 15 % que souhaite mettre en place Donald Trump dans le cadre de sa réforme fiscale. Cela pourrait rendre les REIT moins intéressantes aux yeux des investisseurs.

**Tout bien considéré, nous pensons que les REIT ont leur place dans les portefeuilles immobiliers, même si ces sociétés immobilières cotées pourraient faire l'objet d'une volatilité importante, du moins à court terme.**

## IMMOBILIER COTÉ

Les investisseurs opérant sur les marchés de l'immobilier coté se posent souvent deux questions majeures. La première est : « est-il trop tard pour investir dans des REIT compte tenu de l'incertitude qui règne quant à l'évolution des taux d'intérêt ? ». La seconde est : « Quels sont les avantages des REIT pour un investisseur immobilier ? ».

Selon les sources de données utilisées, l'horizon d'investissement et la situation géographique, certains pourraient affirmer que les REIT ont signé des performances similaires aux obligations de haute qualité à long terme. Cette tendance est devenue manifeste ces derniers temps dans un contexte de taux nuls. Pour autant, les valeurs immobilières peuvent se révéler volatiles à court terme car elles n'offrent aucune option de diversification, contrairement aux actions ordinaires. En outre, les rendements des marchés de l'immobilier non coté peuvent également se révéler plus importants, comme nous l'avons vu au Royaume-Uni ces dernières années. Cela étant, les nombreuses études de cas et données globales jouent un rôle important, mais nous recommandons les REIT aux investisseurs immobiliers qui cherchent à se diversifier à l'international (plutôt qu'aux gérants de fonds diversifiés qui investissent dans toutes les principales classes d'actions comme les actions, les obligations, les titres de capital-investissement et autres). Ainsi, à l'heure actuelle, les investisseurs immobiliers américains peuvent vouloir renforcer leur exposition à l'Europe, tandis que d'autres peuvent vouloir réduire ou augmenter leur exposition au Royaume-Uni (Brexit) et/ou à l'Asie.

Comme toujours, le sentiment persiste qu'il est « trop tard pour acheter et trop tôt pour vendre ».

Les REIT offrent un potentiel satisfaisant aux investisseurs internationaux opérant sur les marchés de l'immobilier. Lorsque les taux d'intérêt montent, les REIT ont tendance à être sensibles aux poussées de volatilité qui surviennent sur les marchés actions à court terme. Les investisseurs pourraient en profiter pour renforcer leurs positions. Par ailleurs, une éventuelle amélioration des perspectives économiques pourrait soutenir les valeurs des actifs immobiliers sous-jacents sur le long terme.

Notre opinion est neutre à l'égard des REIT d'Europe continentale. La politique monétaire accommodante reste un moteur fondamental. Nous conservons une opinion négative sur les REIT britanniques (malgré l'envolée des cours des actions observée ces derniers temps), car les cours pourraient baisser en anticipation d'une baisse des valeurs en capital. Nous restons neutres à l'égard des REIT américains et asiatiques.

# NOTRE STRATÉGIE IMMOBILIÈRE EN BREF PAR RÉGION

Segment par région	Opinion précédente / Mai 2017	Opinion actuelle
<b>Amérique du Nord</b>		
Immobilier commercial haut de gamme	Neutre	Neutre
Immobilier commercial de second rang	Neutre	Neutre
Biens résidentiels	Neutre	Neutre

Segment par région	Opinion précédente / Mai 2017	Opinion actuelle
<b>Europe</b>		
Immobilier commercial haut de gamme	Neutre	Neutre
Immobilier commercial de second rang	Positive	Positive
Biens résidentiels « principaux marchés européens »	Positive	Positive
Marchés résidentiels (auparavant) durement touchés	Positive	Positive

Segment par région	Opinion précédente / Mai 2017	Opinion actuelle
<b>Marchés émergents (Asie émergente &amp; Amérique latine)</b>		
Biens commerciaux	Neutre	Neutre
Immobilier résidentiel chinois haut de gamme	Positive	Neutre
Immobilier résidentiel chinois de second rang	Négative	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
----------------------	---	---



EUROPE

# IMMOBILIER COMMERCIAL

## Marchés de l'immobilier prestige

Nous conservons une opinion neutre sur les actifs « prestige » situés en Europe continentale (aucun changement depuis plusieurs années, malgré des multiples de valorisation contraignants). Nous pensons que les investisseurs pourraient continuer à cibler les actifs de prestige (si disponibles) dans les prochains mois. Ces investisseurs souhaitent avant tout des flux de trésorerie garantis. Une autre raison est que le marché de l'immobilier de prestige est relativement protégé contre une éventuelle (mais peu probable) baisse du marché, contrairement aux marchés immobiliers de second rang. L'emplacement toujours l'emplacement !

Au Royaume-Uni, les valeurs en capital des immeubles de bureaux (et des immeubles commerciaux) pourraient baisser, en particulier en 2018, en raison de la faiblesse de la livre sterling. Cela créerait toutefois des opportunités d'investissement à moyen terme. Partant, nous recommandons aux investisseurs de faire preuve de prudence mais de continuer à chercher des opportunités d'investissement.

Nous tablons sur une stabilisation des rendements bruts initiaux d'ici la fin de l'année. Nous anticipons un rendement total moyen d'environ 5 % par an pour les immeubles de bureaux européens de qualité supérieure au cours des trois prochaines années, sous réserve que l'économie de la zone euro continue à croître. Les sources de ce rendement seront le passage d'une compression des rendements à une croissance des revenus. Parallèlement, la hausse régulière des loyers soutiendra les valeurs en capital. Nous prévoyons des rendements ajustés en fonction des risques attractifs pour principaux marchés de France, d'Allemagne et des pays scandinaves. Parallèlement, nous anticipons une hausse des rendements absolus des marchés en voie de redressement en Hongrie, en Espagne et aux Pays-Bas (source : BNP Paribas Real Estate, septembre 2017).

Nous tablons sur une forte hausse des loyers que les propriétaires exigeront dans le cadre des nouveaux baux, dans un contexte marqué par une amélioration des perspectives économiques (et par une offre assez limitée). Les valeurs des biens devraient refléter la hausse des flux de trésorerie escomptés.

Nous réitérons notre recommandation selon laquelle il convient de plafonner le coût de financement à un niveau inférieur aux rendements locatifs nets (loyers nets après déduction des charges d'exploitation).

**Tableau 5 :** Rendements des immeubles de bureaux européens au second trimestre 2017 (au 30 juin 2017)

Bureaux		
Ville	rendement des bureaux primes (%)	Variation du rendement en rythme trimestriel (pb)
Paris	3,00	0
Berlin	3,00	0
Londres	3,50	0
Stockholm	3,50	25
Francfort	3,50	0
Madrid	3,75	0
Amsterdam	3,75	25
Milan	3,80	15
Bruxelles	4,50	25
Varsovie	5,00	0
Moscou	10,50	0

Source : Jones Lang LaSalle, Key Market Indicators, Juillet 2017

**Graph 5 :** Rendements des immeubles de bureaux européens au second trimestre 2017 (au 30 juin 2017)



Source : Jones Lang LaSalle, Key Market Indicators, Juillet 2017

**Tableau 6 :** Valeurs locatives des immeubles de bureaux européens au second trimestre 2017 (au 30 juin 2017)

Loyers des immeubles de bureaux « prime » au T2 2017		
Ville	EUR/m <sup>2</sup> /année	Variation en rythme trimestriel (en %)
Varsovie	276	-2,1
Bruxelles	300	9,1
Madrid	300	1,7
Berlin	336	4,3
Amsterdam	380	2,7
Francfort	444	0,0
Milan	525	1,0
Moscou	625	0,0
Stockholm	715	6,3
Paris	720	-0,7
Londres	1 273	0,0

Source : Jones Lang LaSalle, Key Market Indicators, Juillet 2017

**Graph 6 :** Valeurs locatives des immeubles de bureaux européens au second trimestre 2017 (au 30 juin 2017)



Source : Jones Lang LaSalle, Key Market Indicators, Juillet 2017

### Marchés immobiliers de rangs inférieurs (de deuxième et troisième rangs)

**Nous sommes partisans d'une stratégie d'investissement de type « valeur-ajoutée » sur les marchés d'Europe continentale et du Royaume-Uni. L'idée est d'augmenter la rentabilité des capitaux propres en optimisant la valeur de l'investissement immobilier au fil du temps (dette comprise). Comme évoqué précédemment, une augmentation des flux de trésorerie et une hausse des valorisations pourraient permettre d'améliorer la performance des investissements.**

Les investisseurs peuvent cibler les marchés de rangs inférieurs et les marchés de l'immobilier haut de gamme. Les exemples sont nombreux : certains marchés d'Europe du sud regorgent d'actifs en souffrance inscrits aux registres comptables de propriétaires contraints à vendre. Le géant du capital-investissement Blackstone Group LP a annoncé son intention d'acquérir une participation majoritaire dans le portefeuille immobilier de l'établissement de crédit espagnol Banco Popular Español SA, en proie à d'importantes difficultés financières. Blackstone prévoit d'acquérir une participation de 51 % dans une société nouvelle constituée qui absorbera pour environ 30 milliards d'euros (35,2 milliards de dollars) d'actifs immobiliers appartenant à Banco Popular. La société de gestion immobilière de la banque, Aliseda, participera également à l'opération (source : Dow Jones Newswires, 8 août 2017). Cette opération est énorme et convient uniquement à un nombre réduit d'acteurs du secteur du capital-investissement.

Il est toujours possible d'acheter des actifs affichant une décote, mais les décotes ont rapidement diminué. L'idée est d'acquérir des actifs à une valeur inférieure à leur coût de remplacement. Les investisseurs peuvent cibler les immeubles de bureaux ou les installations logistiques (peut-être moins les immeubles commerciaux compte tenu de l'impact croissant du commerce en ligne).

**En effet, les ventes en ligne connaissent une croissance rapide en Europe : elles ont atteint un montant proche de 500 milliards d'euros en 2016, soit 14 % du montant total des ventes de détail. Ce ratio devrait avoisiner les 18 % à fin 2018. (source : e-Commerce : online sales in Europe, une enquête de BNP Paribas Real Estate, mai 2017).**

Les acquéreurs potentiels pourraient se concentrer sur les opérations hors marché de taille moyenne, d'un montant compris entre 20 millions et 50 millions d'euros, participer à des opérations de recapitalisation et de repositionnement de portefeuilles pour créer de la valeur. Comme évoqué précédemment, recourir à l'effet de levier est une bonne chose mais ce doit être fait dans des proportions raisonnables (de 50 % à 70 % en moyenne). Comme toujours, nous invitons les investisseurs à bien évaluer les risques plus importants liés à ce genre d'opérations (risque d'illiquidité et vente difficile). Un TRI net d'au moins 10 % serait satisfaisant (pour une durée d'investissement de 5 à 10 ans).

# IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

Nous sommes optimistes vis-à-vis  
des principaux marchés résidentiels européens  
et pensons que les loyers et les valeurs évolueront  
au même rythme que l'inflation.

En dehors des taux d'intérêt, de nombreux facteurs influencent l'évolution des marchés de l'immobilier résidentiel, à l'instar de l'offre et la demande, le taux de chômage, les mesures de lutte contre le blanchiment de capitaux, le traitement fiscal des prêts immobiliers, les loyers et les plus-values, entres autres.

Les taux d'intérêt restent toutefois l'un des facteurs les plus importants, au moins à court terme. En effet, une hausse des taux d'intérêt nominaux a généralement une incidence sur les taux immobiliers et donc, sur l'accès au financement. Dès lors que le nombre de personnes pouvant acheter un premier logement diminue, les valeurs des logements baissent. Les acheteurs potentiels peuvent se retirer du marché de l'acquisition et se tourner vers le marché locatif (cela peut entraîner une hausse des loyers, mais pas nécessairement des valeurs).

Nous excluons l'hypothèse d'un effondrement du marché de l'immobilier résidentiel en cas de hausse des taux d'intérêt, pour les raisons suivantes :

- Les taux longs nominaux européens pourraient augmenter très lentement (au 11 août, ils s'inscrivaient légèrement en baisse et non pas en hausse). Cela permettrait aux taux d'emprunt d'immobilier de se maintenir à des niveaux très raisonnables. Cela permettrait également aux investisseurs d'anticiper leur coût de financement ;
- Si les taux d'intérêt nominaux venaient à augmenter à la faveur d'une amélioration des perspectives économiques (ce qui impliquerait une hausse de l'inflation sous-jacente), cela ne serait pas nécessairement une mauvaise nouvelle pour les personnes ayant acquis un logement. La croissance économique peut entraîner une hausse de la liquidité sur le marché et doper le moral des consommateurs dès lors que les taux réels ajustés en fonction de l'inflation ne bougent pas ;

- L'excès de liquidités, conjugué aux faibles taux de financement, ne pourra pas soutenir la valeur des logements indéfiniment. Les marchés du logement doivent retrouver une certaine stabilité, garantie par des facteurs réels plutôt que par de l'argent bon marché. Cela permettrait de stabiliser l'ensemble des marchés de l'immobilier résidentiel sur le long terme. La Banque centrale tchèque a ainsi demandé au gouvernement des outils pour calmer le marché de l'immobilier (source : Reuters, 16 juillet 2017). Le vice-gouverneur de la banque centrale, Mojmir Hampl, a déclaré que l'euphorie ne pouvait durer indéfiniment.

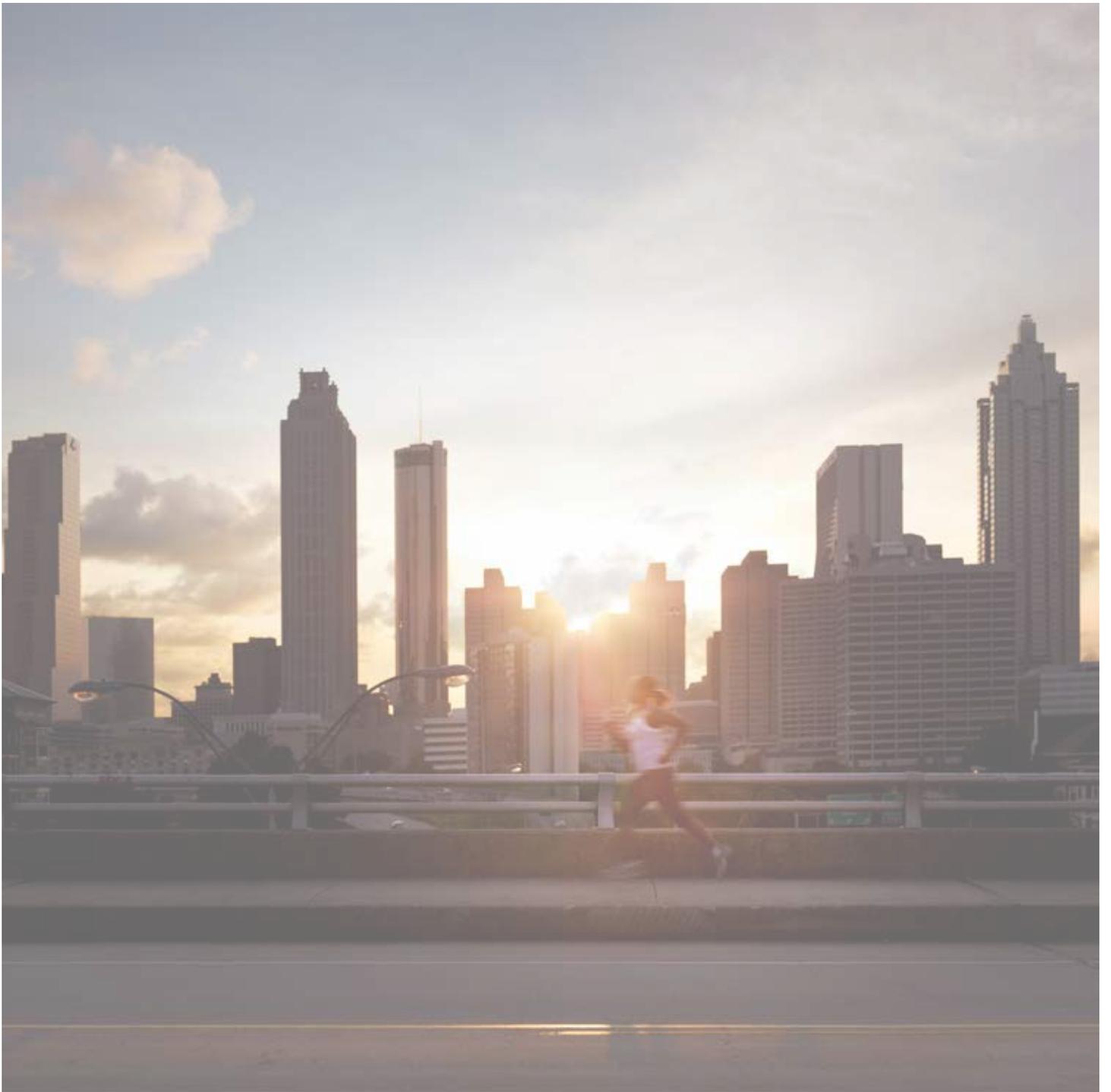
Par conséquent, les marchés européens du logement ont signé d'assez bonnes performances durant la période de 12 mois courant jusqu'au 31 mars 2017 et de nombreux pays européens ont enregistré des rendements réels satisfaisants. Les prix réels du logement en Irlande ont progressé de près de 9 %, suivi de près par le Monténégro, la Roumanie, la Norvège et les Pays-Bas. Les autres pays, à l'instar de la République tchèque, de la Suède et de l'Allemagne, ont vu les prix réels du logement grimper de plus de 5 % sur la même période. Il convient de compléter les rendements en termes de plus-value en capital avec le revenu locatif annuel net pour calculer les rendements totaux annuels.

**Dernière chose, mais non des moindres, il existe un besoin considérable de projets de logements abordables quasiment partout en Europe. Nous pensons que les prix des logements de taille moyenne résisteront mieux que les prix des biens sur le marché résidentiel haut de gamme. Bien entendu, l'accessibilité au logement est un concept relatif et dépend de la situation géographique. Les loyers annuels par m<sup>2</sup> constatés sur ce segment du marché de l'immobilier résidentiel fluctuent généralement entre 700 et 1000 euros par an. Nous conservons une opinion positive sur les marchés résidentiels européens (Espagne, Portugal, Pays-Bas, Irlande), qui reprennent des couleurs et où les investisseurs nationaux et internationaux se livrent à une frénésie d'achats. Toutefois, les plus grosses hausses de prix sont très certainement derrière nous.**

Tableau 5 : Variations des prix de l'immobilier résidentiel (corrigées des effets de l'inflation) au 31 mars 2017

Classement	Pays	Variation en rythme annuel (en %)		Variation en rythme trimestriel (en %)
		T12016	T12017	T12017
1	Hong Kong	-9,51	17,27	3,93
2	Islande	5,10	16,01	4,57
3	Chine - Shanghai	16,99	13,16	-0,95
4	Canada	5,67	11,70	1,15
5	Irlande	5,84	8,91	0,21
6	Monténégro	-3,17	8,68	19,55
7	Roumanie	11,55	7,61	4,21
8	Norvège	1,34	7,38	3,76
9	Nouvelle-Zélande	3,63	7,26	4,11
10	Pays-Bas	6,09	7,11	3,79
11	Slovaquie	1,53	6,61	1,52
12	Allemagne	6,25	5,79	0,93
13	Allemagne	2,24	5,13	-0,22
14	Lettonie - Riga	-1,31	4,76	-5,82
15	Portugal	3,18	4,18	-0,28
16	Lituanie	3,56	3,56	-0,46
17	Etats-Unis (FHFA)	4,87	3,37	0,60
18	Etats-Unis (Case-Shiller)	4,24	3,29	0,17
19	Japon - Tokyo	5,45	2,93	-0,81
20	Turquie - Istanbul	7,37	1,84	-0,86
21	R.U	4,57	1,84	-0,04
22	Vietnam	1,93	1,13	-1,06
23	Taiwan	-7,65	0,69	1,65
24	Espagne	1,69	0,41	4,17
25	Mexique	5,26	0,17	-2,24
26	Chili	6,75	-0,37	4,72
27	Israël	6,23	-0,54	-2,64
28	Finlande	0,46	-0,60	-0,26
29	Indonésie	-0,16	-0,98	-0,33
30	Corée du Sud	1,81	-1,35	-1,10
31	Thaïlande	0,38	-1,37	0,10
32	Suisse	2,18	-1,69	-1,62
33	Grèce	-3,65	-3,13	-0,45
34	Singapour	-2,35	-3,45	-0,56
35	EAU - Dubaï	-9,26	-3,69	-2,40
36	Brésil - São Paulo	-7,62	-3,75	-0,58
37	Ukraine	-2,97	-5,05	-2,41
38	Macédoine	3,28	-7,92	-3,51
39	Russie	-13,05	-8,33	-2,94
40	Qatar	9,36	-10,63	-1,35
41	Egypte	-9,49	-10,63	-1,35

Source : Global Property Guide



# AMÉRIQUE DU NORD

# IMMOBILIER COMMERCIAL

Marchés immobiliers de premier rang  
(biens immobiliers haut de gamme)

**Nous restons neutres à l'égard de l'immobilier haut de gamme aux États-Unis.** Les taux de croissance des rendements en capital ont ralenti au deuxième trimestre 2017, le segment « Tous biens confondus » affichant un rendement total hors endettement de 2,03 %. Sur une période de douze mois, le rendement total annuel ressort à 6,97 %, dont un rendement des revenus de 4,69 % et un rendement de 2,20 % en termes de plus-value en capital. Le segment « Biens industriels » reste à la première place en termes de rendement annuel total (12,37 %), loin devant les autres types de biens (source : NCREIF, 25 juillet 2017).

Selon nous, les rendements en termes de plus-value en capital sont appelés à diminuer au cours des mois prochains, mais cela dépendra fortement de l'évolution des taux d'intérêt nominaux sur le long terme (associée à l'impact de la politique économique de Donald Trump sur l'inflation et les taux d'intérêt). Même si la baisse du dollar (à fin août) peut être une source de préoccupation pour certains investisseurs internationaux, d'autres peuvent considérer le recul du billet vert comme une opportunité d'investissement (comme a pu l'être la baisse de la livre sterling pour les investissements immobiliers au Royaume-Uni).

Rien ne laisse présager une baisse imminente des rendements de l'immobilier commercial. Néanmoins, le président de Réserve fédérale de Boston, Eric Rosengren, a récemment mis en garde contre le fait que les valorisations représentaient un risque qu'il « continuerait à surveiller attentivement » (source : The Wall Street Journal, 26 juin 2017). Le raisonnement derrière cette position reste le même : la baisse des taux d'intérêt à long terme a dopé les investissements dans l'immobilier commercial et donc, fait baisser encore plus les taux de capitalisation. Il se pourrait que les banques durcissent un peu les conditions de financement, mais, le cas échéant, ce resserrement sera marginal (la croissance des prêts immobiliers commerciaux a ralenti au cours des deux dernières années), alors même que les sociétés d'immobilier commercial ont été sous pression. La question clé est : « Quel est le degré de compréhension de ces risques parmi les investisseurs ? ».

Marchés de l'immobilier de rangs inférieurs

**Même si la baisse du dollar rend l'immobilier local légèrement moins onéreux pour les investisseurs étrangers, nous conservons une opinion neutre sur ces marchés, car la croissance des prix pourrait se stabiliser.**



## IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

Nous sommes neutres à l'égard de l'immobilier résidentiel aux États-Unis, quand bien même les derniers chiffres sur les marchés de l'immobilier résidentiel publiés par S&P Dow Jones témoignent d'une hausse annuelle toujours considérable des prix des logements en mai 2017, en particulier à Seattle (>13 %).

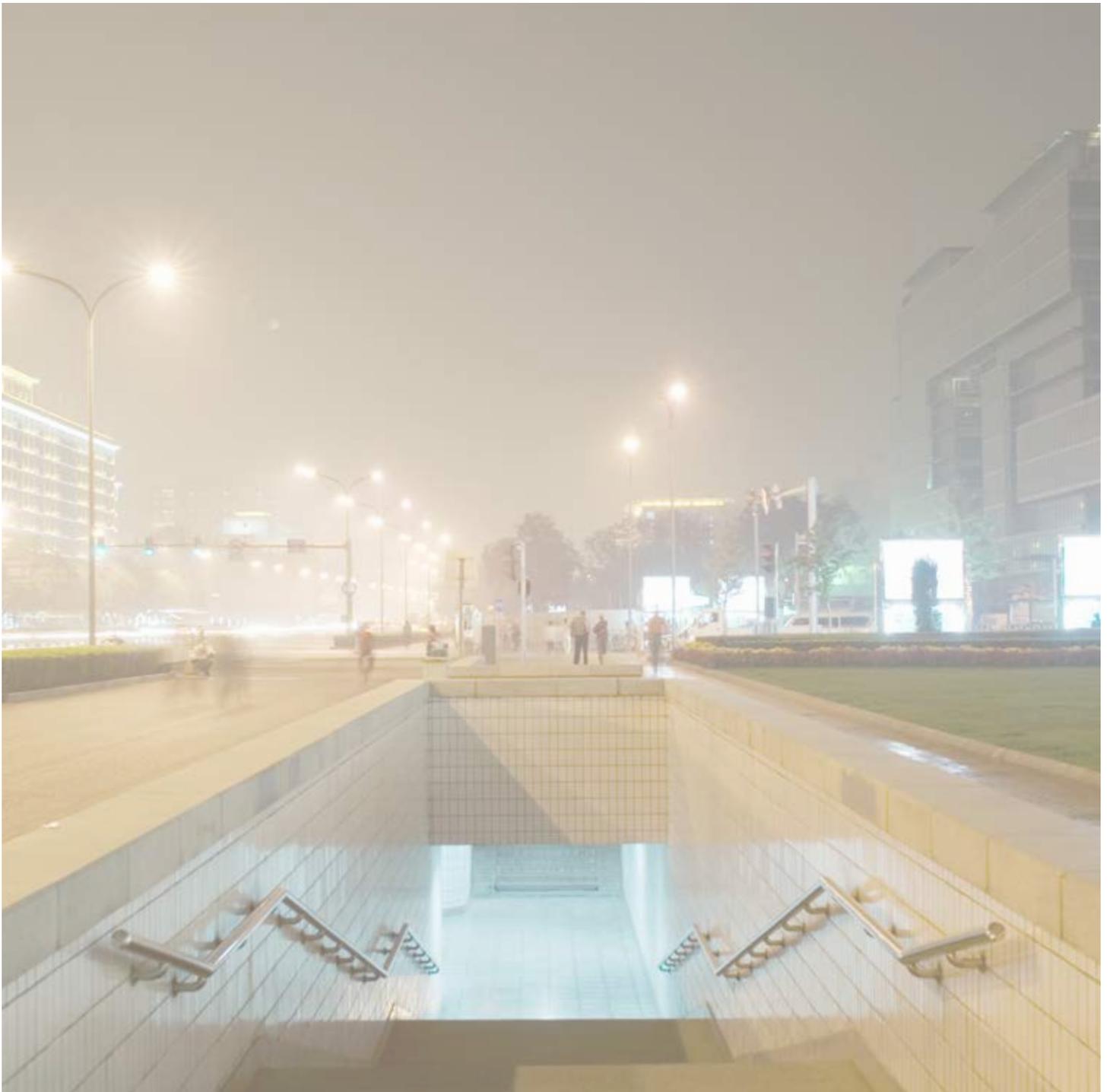
Même si l'immobilier résidentiel se porte bien grâce aux taux des prêts immobiliers relativement bas, nous anticipons une baisse de la croissance des prix des logements dans un avenir proche. Nous tablons sur un scénario similaire à celui concernant l'immobilier commercial.

San Francisco a enregistré la plus forte progression : le prix du logement moyen a été multiplié par plus de 2 depuis 2009. Le ratio des logements occupés par leurs propriétaires est le plus faible du pays, à 36 % (contre 64 % à l'échelle du pays, source : S&P Dow Jones Indices). Par ailleurs, la croissance démographique est incroyablement élevée dans cette ville (comme à Portland et Seattle). Cependant, la croissance des emplois technologiques ralentit légèrement et il reste à voir si le secteur technologique continuera à doper suffisamment l'économie locale pour soutenir les prix du logement, exorbitants. Il se pourrait que nous assistions à un ralentissement.

**Tableau 6 : Prix du logement aux Etats-Unis (au 30 mai 2017)**

Métropole	Variation mensuelle (%)	Variation annuelle (%)
Seattle	1,8 %	13,3 %
Portland	1,3 %	8,9 %
Denver	0,9 %	7,9 %
Dallas	0,7 %	7,8 %
Detroit	1,0 %	7,6 %
Las Vegas	1,3 %	6,9 %
Tampa	1,1 %	6,8 %
San Diego	1,0 %	6,6 %
Boston	0,8 %	6,1 %
Charlotte	0,9 %	6,1 %
Composite-20	0,8 %	5,7 %
Minneapolis	1,0 %	5,7 %
Phoenix	0,6 %	5,7 %
Los Angeles	1,0 %	5,6 %
Territoire national des États-Unis	1,0 %	5,6 %
Atlanta	0,9 %	5,5 %
San Francisco	0,5 %	5,4 %
Miami	0,8 %	5,3 %
Composite-10	0,7 %	4,9 %
New York	0,1 %	4,0 %
Cleveland	1,3 %	3,6 %
Washington	1,0 %	3,6 %
Chicago	1,0 %	3,3 %

Source : S&P Dow Jones Indices and CoreLogic, Mai 2017



# MARCHÉS ÉMERGENTS (ASIE ÉMERGENTE ET AMÉRIQUE LATINE)

# IMMOBILIER COMMERCIAL

Nous restons neutres en ce qui concerne les investissements sélectifs dans les marchés émergents, tant en Asie qu'en Amérique latine. En réalité, les investisseurs suivent des stratégies très similaires sur les marchés immobiliers matures et émergents. La plupart du temps, seule une approche « value-added » / opportuniste permet de gagner de l'argent.

Sans surprise, les gratte-ciel de Hong Kong sont les biens commerciaux les plus chers au monde. Le prix du pied carré à Hong Kong a atteint 8000 dollars, soit 86 400 dollars le mètre carré. C'est 60 % plus cher que le prix des gratte-ciel à Tokyo (4900 dollars le pied carré). Manhattan se classe en troisième position, avec 3700 dollars le pied carré, suivi par San Francisco (2500 dollars le pied carré) et la City de Londres (2450 dollars le pied carré). (Source : Knight Frank, 7 juillet 2017).

Le promoteur de Hong Kong Henderson Land a récemment payé 3 milliards de dollars pour un parc de stationnement de 5 étages. Le prix de l'opération atteste de la frénésie qui agite le marché immobilier de Hong Kong.

Tokyo représente également un marché important pour les investisseurs, mais des facteurs défavorables amoindrissent son attractivité. La politique de relance économique de Shinzo Abe s'essouffle. La Banque du Japon parviendra-t-elle à ramener l'inflation à 2 % à long terme ? Se pourrait-il que l'instabilité croissante (en Corée du Nord, par exemple) pousse le cours du yen à la hausse, alors même que la monnaie japonaise a reculé durant la période de 12 mois courant jusqu'au mois d'août 2017 ? Qu'en est-il du vieillissement démographique du pays du soleil levant ?

Par ailleurs, les taux d'intérêt japonais stagnent à des points bas et les prix de l'immobilier commercial augmentent dans les grandes villes. Le marché de l'immobilier de bureau de Tokyo représente 60 % du marché locatif de bureaux au Japon. Osaka se classe en deuxième position avec une part de marché de 15 %. Les rendements bruts initiaux des immeubles de prestige oscillent souvent autour de 4 %, mais l'écart de rendement avec le taux sans risque (en yen) reste attractif. Au final, nous pensons que le Japon (notamment Tokyo) restera un marché important pour les investisseurs immobiliers dans les prochaines années.

Les marchés indiens de l'immobilier de bureaux devraient connaître une forte demande pour les produits « core » en provenance des sociétés de technologie, des prestataires de services financiers et du secteur industriel au cours des prochains mois. Cela devrait se traduire par une hausse des loyers, soutenue par les immeubles haut de gamme existants et par des taux d'occupation satisfaisants. Nous pensons que les acteurs du marché du capital-investissement continueront à cibler les actifs raisonnablement valorisés et recélant un potentiel de valorisation intéressant, compte tenu de la sous-performance du marché indien de l'immobilier de bureaux ces dernières années. Les perspectives sont également très bonnes pour le marché indien de l'immobilier commercial, en particulier pour les promoteurs désireux de lancer de nouveaux projets d'immobilier commercial « prestige ». En effet, il existe une pénurie d'actifs de ce type.

Nous avons été un peu déçus par les rendements totaux réalisés en Asie et en Amérique latine ces dernières années. Cela étant, ces marchés regorgent d'opportunités d'investissement et les investisseurs semblent désormais plus confiants quant à l'évolution des marchés locaux de l'immobilier (comme en atteste l'envolée des prix des actions des SIIC visible dans le tableau 4).

**Nous recommandons aux investisseurs de mettre en œuvre une stratégie de type « valeur ajoutée », qui leur permettrait de percevoir un TRI nettement supérieur à 10 %, car les marchés immobiliers dans leur ensemble n'offrent pas toujours des rendements totaux élevés.** Il n'y a donc rien de nouveau ! En d'autres termes, rien ne dit que les rendements des actifs « prestige » situés dans ces régions seront nécessairement supérieurs aux rendements des actifs « prestige » situés dans des marchés matures comme l'Europe ou les Etats-Unis. Cependant, les investisseurs sont de plus en plus friands de diversification et l'Asie jouera un rôle clé pour les investisseurs désireux de se diversifier à l'international.

Notre opinion est neutre en ce qui concerne les investissements spécifiques (sur les marchés primaires comme secondaires).

# IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

## Biens situés dans les villes chinoises de premier rang

**Notre opinion est neutre pour les biens situés dans les villes chinoises de premier rang et nous rehaussons notre opinion sur les marchés immobiliers de rangs inférieurs de « Vendre » à « Neutre ».**

Plus la Chine essaie de contrôler son bouillonnant marché de l'immobilier, plus les gens s'échinent à acheter des biens. La ville de Canton en est un bon exemple. En février, les banques régionales ont augmenté leurs taux d'emprunt immobilier. Dans la foulée, le gouvernement a rehaussé le montant de l'apport requis pour l'acquisition d'une résidence secondaire et a instauré une limite sur le nombre d'appartements pouvant être détenus par un même propriétaire. Résultat : les prix de l'immobilier à Canton ont augmenté de 17,8 % durant la période de 12 mois courant jusqu'à fin juin 2017 (source : National Bureau of Statistics of China). Par rapport à 2015, les prix du logement à Canton se sont envolés d'environ 40 %. Certains marchés (Nanjing, Hefei, Shenzhen et Xiamen) ont surperformé les autres régions sur la même période. Les prix de l'immobilier ont augmenté de 50 % à Xiamen.

Il y a dix ans, le secteur immobilier, y compris les sous-secteurs de la construction et de l'aménagement d'intérieur, représentait 10 % du PIB de la Chine (source : Moody's Investors Service). Il représente désormais un tiers du PIB ! La dette des ménages représente 42 % du PIB, un chiffre impressionnant (source : Moody's). Ce ratio a bondi de 9 % en trois ans et les ménages chinois sont désormais plus endettés que les ménages brésiliens, mexicains, turcs et russes. Aux Etats-Unis, le ratio d'endettement des ménages avait atteint 85 % durant la crise des subprimes de 2007 (source : The Wall Street Journal, 12 juillet 2017).

**Les prix moyens stagnent dans les plus grandes villes, comme à Shanghai, Pékin et Shenzhen. Nous recommandons aux investisseurs de se tenir à l'écart des grandes villes pour l'instant. Certaines villes plus petites pourraient offrir des perspectives plus réjouissantes car de plus en plus de ménages souhaitent accéder à la propriété.**

## Qu'en est-il de Singapour ?

La banque centrale de Singapour a déclaré le 28 juin 2017 qu'il était encore trop tôt pour assouplir les mesures visant à tempérer la frénésie sur le marché de l'immobilier, malgré la stabilisation du marché observée depuis trois ans. La banque centrale a estimé que ces mesures restaient nécessaires. La demande pour les biens résidentiels reste forte dans un contexte marqué par la faiblesse des taux d'intérêt et par la quête de rendement effrénée des investisseurs. Après avoir augmenté de près de 60 % en l'espace de quatre ans, les prix de l'immobilier à Singapour ont reculé de 12 % au cours des trois dernières années..

## Moyen-Orient

Le nombre total de transactions sur le marché de l'immobilier résidentiel de Dubaï a reculé de 23 % au deuxième trimestre 2017 par rapport au trimestre précédent. Cette baisse signale « le début d'une correction estivale » (source : Chestertons MENA). Après un début d'année prometteur, le volume des ventes de biens sur plan a chuté de 28 % et la valeur des ventes de biens sur plan s'est effondrée de 43 % ! Les ventes d'appartements sont en revanche restées stables et les ventes de villas ont augmenté de 3 % au premier trimestre 2017.

« La dynamique positive observée au premier trimestre n'a pas entraîné de rebond de l'activité au deuxième trimestre. Les ventes de biens achevés et de biens sur plan ont reculé, comme en atteste la baisse de 23 % des opérations d'immobilier résidentiel ». (Source : Ivana Gazivoda Vucinic, Head of Advisory and Research, Chestertons MENA).

**Le marché de l'immobilier de Dubaï pourrait progresser dans les prochains mois à la faveur de la récente dépréciation du dirham face à l'euro (il est en revanche resté stable face au dollar).**

## Amérique latine

**Nous conservons une opinion négative sur l'immobilier résidentiel d'Amérique latine, notamment au Brésil.**

Avoisinant les 7,5 %, les taux d'intérêt réels brésiliens sont parmi les plus élevés au monde (source : Trading Economics, 14 août 2017). Plus les taux d'intérêt réels sont élevés, moins il est intéressant d'acheter des actifs immobiliers. Les propriétaires d'appartements au Brésil n'ont pas su se protéger contre l'érosion de leur pouvoir d'achat au cours des dernières années.

L'indice FipeZap, qui suit l'évolution des prix de vente des biens immobiliers résidentiels dans 20 villes brésiliennes, s'est replié de 0,15 % entre juin et juillet 2017 (source : FipeZap, 3 août 2017). Il s'agit de la cinquième baisse mensuelle consécutive des prix nominaux, pour une baisse cumulée de 0,38 % des prix des biens résidentiels depuis le début de l'année 2017. Si l'on prend en compte l'inflation (pourtant en recul ces derniers mois), les rendements réels en termes de plus-value en capital se sont révélés négatifs. 12 villes sur les 20 suivies par l'indice FipeZap ont enregistré une baisse nominale des prix de vente entre juin et juillet. C'est notamment le cas de Rio de Janeiro (-0,53 %) et de Salvador (-0,45 %). L'indice FipeZap a révélé que les prix de vente des biens immobiliers résidentiels à São Paulo n'ont quasiment pas bougé sur la période. « Sur les douze derniers mois, l'indice FipeZap a progressé de 0,10 %, pour un taux d'inflation cumulé de 2,62 % sur la même période ».

## Avertissement

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.496.865.996 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 lié à 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 de 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 locatif** : 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. © BNP Paribas (2017). Tous droits réservés.

© Rui Wang / GO Premium / GraphicObsession  
© Bambu Productions / GO Premium / GraphicObsession  
© Image Source / GraphicObsession  
© Author's Image / GraphicObsession  
© Maremagnum / GO Premium / GraphicObsession  
© Blue Jean / GraphicObsession  
© Helen King / Corbis / GraphicObsession  
© Xin He / GO Premium / GraphicObsession  
© Keith Levit / Design Pics / GraphicObsession  
© Karl Thomas / Westend61 / GraphicObsession  
© Melodious Vision / GO Premium / GraphicObsession  
© Matt Dutile / Image Source / GraphicObsession  
© Dana Neibert / GO Premium / GraphicObsession  
© John Harper / GO Stock / GraphicObsession  
© GO Premium / GraphicObsession

**Pol Robert Tansens, MRICS**

Responsable de la stratégie d'investissement immobilière

BNP Paribas Wealth Management

Email: [pol.tansens@bnpparibasfortis.com](mailto:pol.tansens@bnpparibasfortis.com)

**Directrice de publication**

Claire Roborel de Climens

Responsable investissements non-cotés

BNP Paribas Wealth Management

Email: [claire.roboreldeclimens@bnpparibas.com](mailto:claire.roboreldeclimens@bnpparibas.com)



**BNP PARIBAS**  
**WEALTH MANAGEMENT**

La banque  
d'un monde  
qui change