IMMOBILIER ET INFLATION : PAS FORCÉMENT UNE MAUVAISE COMBINAISON !

Pol Robert Tansens

Paris 13/11/2018

BNP PARIBAS
WEALTH MANAGEMENT

La banque
d'un monde
qui change

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

RÉSUMÉ

“La période actuelle est intéressante pour les investisseurs immobiliers. Les taux d'intérêt nominaux restent relativement peu élevés dans de nombreux pays du monde, même si la politique monétaire est appelée à changer.

Les États-Unis prennent les devants sur ce point, la Réserve fédérale américaine (Fed) augmentant progressivement les taux d'intérêt, comme prévu. De plus, il est devenu clair, au cours des derniers mois, que les investisseurs devraient « exiger » une prime de risque adéquate pour compenser les risques spécifiques de l'immobilier et du marché. Dans notre étude précédente, nous expliquions que les investisseurs, habitués aux taux d'intérêt à zéro, ne prêtaient peut-être pas suffisamment attention au risque d'investissement.

La forte dépréciation, ces derniers mois, de plusieurs devises ayant une mainmise sur les marchés émergents, a occasionné d'importantes pertes « comptables » (pertes non-réalisées, du moins pour le moment) pour les investisseurs immobiliers internationaux.”

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

RÉSUMÉ

Nous n'avons jamais recommandé ni découragé l'immobilier sur la seule base que les effets de change peuvent entraîner des gains ou des pertes. Les biens immobiliers devraient être acquis principalement en raison de leurs qualités intrinsèques (rendement net des loyers, protection contre l'inflation etc.) ou de leur caractère tangible. Il n'en reste pas moins que les fluctuations des taux de change sont un facteur important à prendre en compte dans un portefeuille immobilier diversifié sur le plan international. Prenez les investisseurs asiatiques - nombre d'entre eux « calculant » en USD - qui achètent des immeubles de prestige à Londres (en livre sterling) mais aussi en Australie, au Canada ou aux États-Unis... Prenez encore ces investisseurs immobiliers américains et d'Europe continentale dont les yeux sont rivés sur le Royaume-Uni en quête d'opportunités d'investissement en livre sterling.

Qu'en est-il des rendements immobiliers intrinsèques ? Impossible de répondre à cette question, l'immobilier étant fortement diversifié : biens immobiliers haut de gamme, biens situés sur les marchés secondaires/périphériques, fonds de placement immobilier, etc., mais l'un dans l'autre, l'immobilier - qu'il soit commercial ou résidentiel - a relativement bien performé ces derniers mois. Malgré les taux d'intérêt nominaux à long terme structurellement plus élevés aux États-Unis (par rapport à l'Europe), les investissements immobiliers continuent d'enregistrer de bonnes performances, notamment dans les segments de l'immobilier industriel, de bureaux et résidentiel. L'Europe continentale est également en bonne voie avec l'Allemagne brillant en tête du classement. La France enregistre également d'assez bons résultats. L'Asie, quant à elle, ne doit en aucun cas être exclue d'un portefeuille immobilier.

Le rendement total des biens immobiliers peut y être plus élevé que dans d'autres économies de référence. Les bureaux situés à Hong Kong, avec un rendement total attendu à 15 % cette année, en sont un bon exemple. Ainsi, les rendements totaux sans effet de levier - flux locatifs et appréciation du capital - sont satisfaisants dans de nombreuses parties du monde, évoluant parfois à des niveaux à deux chiffres (largement au-dessus de l'inflation).

Le cas du Royaume-Uni est plus compliqué, et beaucoup dépendra du résultat des négociations avec l'union européenne au sujet du « Brexit ». L'incapacité à parvenir à un accord pourrait avoir des conséquences dramatiques sur le rendement total des biens immobiliers. La Banque d'Angleterre a récemment mis en garde contre ce risque, et les prévisions de BNP Paribas Real Estate sont tout sauf optimistes en cas de scénario catastrophe.

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

L'impact de la hausse des taux d'intérêt nominaux à long terme sur les rendements immobiliers a fait couler beaucoup d'encre. Nous restons d'avis qu'une modeste hausse des taux ne constitue pas nécessairement une mauvaise nouvelle pour les investisseurs immobiliers à long terme, surtout si la reprise s'avère être le résultat d'une poussée de l'inflation sous-jacente, et donc de meilleures perspectives de croissance économique. En d'autres termes, le taux d'intérêt réel - corrigé de l'inflation - devrait rester plus ou moins stable. Ceci dit, les hausses des taux d'intérêt alimentent généralement la nervosité, en particulier pour les actions immobilières très liquides.

Notre stratégie d'investissement immobilier reste inchangée, avec une recommandation spéciale pour le segment immobilier à « valeur ajoutée », en particulier en Europe (le Royaume-Uni compris). Nous resterons fidèles à notre stratégie, même si les conditions du marché se détériorent. Néanmoins, les investissements immobiliers dans les emplacements de premier choix restent également attractifs, même si la brique de prestige reste assez chère. L'accent devrait donc être mis sur le rendement locatif net, et moins sur les rendements en capital.

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

L'ÉCONOMIE AIDE-T-ELLE LES INVESTISSEURS IMMOBILIERS ?

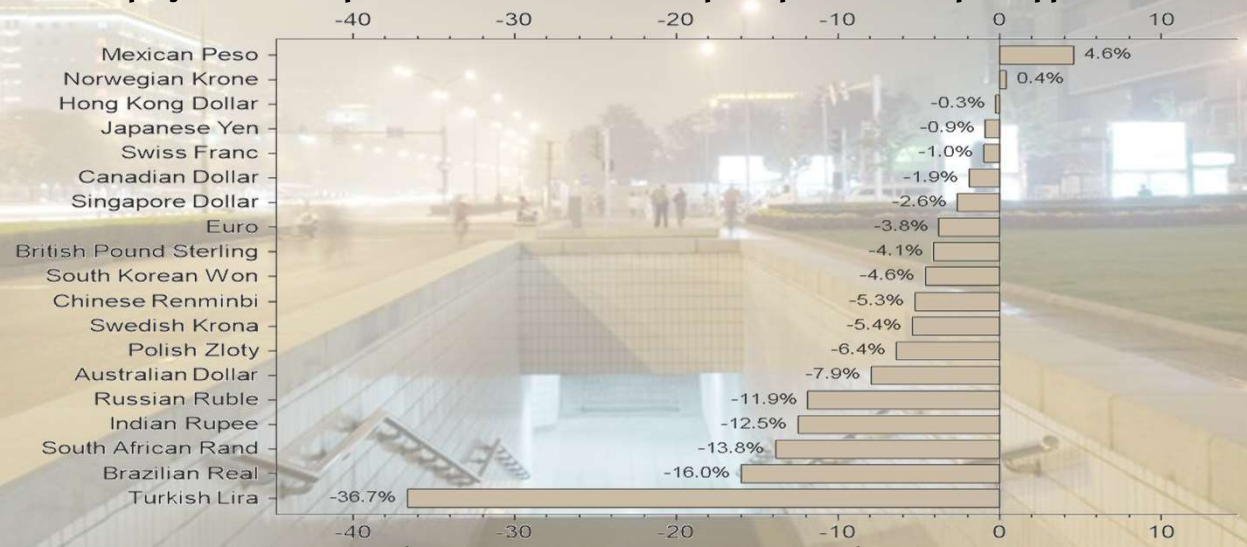
VOLATILITÉ SUR LES MARCHÉS ÉMERGENTS

L'environnement macroéconomique a été très difficile pour les investisseurs immobiliers ces derniers mois. D'une part, nous avons assisté à une hausse de la volatilité sur les marchés émergents (ME), et ce particulièrement en fin septembre.

A l'inverse, l'économie américaine se porte très bien pour le moment avec un taux de croissance du PIB attendu à 2,8 % en 2018 (source : BNP Paribas Wealth Management). Il suffit de regarder l'évolution des taux de change depuis le début de l'année pour constater les « disparités » monétaires au sein de l'économie mondiale, par exemple le rebond du dollar par rapport aux devises des marchés émergents. Toutefois, les inquiétudes du marché sur l'économie turque, par exemple, ne sont pas nouvelles.

La livre turque était déjà l'une des devises les moins performantes avant même que les tensions entre les États-Unis et la Turquie ne commencent à s'intensifier cette année. En ce qui concerne les tensions commerciales mondiales, les économistes de BNP Paribas Wealth Management estiment que « les choses pourraient empirer avant de s'améliorer ». La pression sur les marchés émergents restera donc importante. Une nouvelle dépréciation des devises dans les régions émergentes est un risque persistant. Néanmoins, l'incertitude entourant l'escalade des tensions commerciales constitue le principal risque pour les investisseurs actuellement (et pas uniquement pour les investisseurs immobiliers). Le revers de la médaille est que nous percevons un potentiel de surprises positives suite aux élections de mi-mandat aux États-Unis (source : BNP Paribas Wealth Management, 19 septembre 2018).

Tableau 1 : performances depuis le début de l'année des principales devises par rapport au billet vert



Source: Thomson Reuters Datastream, 3 octobre 2018

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

En ce qui concerne les anticipations de croissance et d'inflation, **les États-Unis sont en bonne voie pour atteindre un taux de croissance du PIB de 2,8 % cette année**. Mais la croissance économique pourrait ralentir à 1,8 % en 2019 en raison de la réduction des mesures de relance budgétaire en lien avec la normalisation de la politique monétaire. Dans la **zone euro, l'activité économique s'est quelque peu ralentie ces derniers mois** et la confiance des dirigeants des entreprises a été révisée à la baisse. BNP Paribas Wealth Management prévoit une stabilisation de la croissance économique à 2 % cette année, avant de tomber à 1,5 % l'an prochain.

Les investisseurs immobiliers sont confrontés à un dilemme : même s'il existe de nombreuses opportunités d'investissement sur les marchés émergents, les risques de change sont particulièrement élevés : si les loyers sont exprimés en dollars américains, les locataires doivent pouvoir (ou vouloir) continuer à les payer. Dans le même temps, de nombreux marchés immobiliers - considérés par les investisseurs comme « haut de gamme » - restent chers en Europe, aux États-Unis ou en Asie. Cela est particulièrement manifeste aux États-Unis, malgré le fait que le rendement nominal des emprunts d'État à dix ans dépasse les niveaux européens depuis longtemps.

Tableau 2 : taux de croissance du PIB et de l'inflation dans les économies matures

Principales prévisions économiques (03/10/2018)			
Croissance du PIB (%)	2017	2018e	2019e
États-Unis	2,2	2,8	1,8
Zone euro	2,5	2,0	1,5
Japon	1,7	0,9	0,6
Royaume-Uni	1,7	1,3	1,6
Inflation (%)	2017	2018e	2019e
États-Unis	2,1	2,1	2,5
Zone euro	1,5	1,9	1,9
Japon	0,5	1,0	1,0
Royaume-Uni	2,7	2,4	2,1

Source: BNP Paribas Wealth Management 3 octobre 2018

Tableau 3 : taux de croissance du PIB et de l'inflation dans les économies émergentes

Principales prévisions économiques (03/10/2018)			
Croissance du PIB (%)	2017	2018e	2019e
Chine	6,9	6,4	6,1
Inde	6,7	7,4	7,6
Brésil	1,0	1,5	3,0
Inflation (%)	2017	2018e	2019e
Chine	1,6	2,1	1,9
Inde	3,6	4,5	4,4
Brésil	3,4	3,7	3,7

Source: BNP Paribas Wealth Management 3 octobre 2018

ÉVOLUTION DES TAUX D'INTÉRÊT ET ANTICIPATIONS DE BNP PARIBAS WEALTH MANAGEMENT

Les taux d'intérêt nominaux à dix ans sont restés faibles sur de nombreux marchés majeurs, tels que la Suisse, le Japon et l'Allemagne. Cela dit, on peut parler de stress des « marchés émergents », notamment en Turquie, où les emprunts d'État à dix ans ont progressé de près de 650 points de base sur les douze mois précédant le 3 octobre 2018. Il est frappant de constater que les pays d'Europe méridionale - y compris la Grèce - se sont bien comportés pendant la même période, à l'exception de l'Italie, les italiens choisissant potentiellement de ne pas adopter suffisamment de discipline budgétaire pour l'avenir proche.

Nous nous attendons à ce que la Fed augmente son taux directeur encore une fois cette année pour atteindre 2,5 %, puis deux fois l'an prochain. Suite à ces hausses, le taux de référence devrait atteindre 3 % d'ici la fin 2019. La Banque centrale européenne (BCE) a annoncé sa feuille de route en juin dernier. Celle-ci arrêtera son programme d'assouplissement quantitatif fin décembre, tandis que le taux directeur restera inchangé jusqu'à l'été prochain. La première hausse du taux de refinancement de référence pourrait avoir lieu en décembre 2019 (de 0 à 0,25 %, source : BNP Paribas Wealth Management).

Tableau 4 : Rendements des obligations d'État au 3 octobre 2018.

Rendements des obligations d'État à dix ans

Principaux pays	03 /10/2018	05/10/2017	Variation (pb)
Suisse	0,02	-0,01	3,00
Japon	0,14	0,05	9,00
Allemagne	0,42	0,44	-2,00
Royaume-Uni	1,53	1,27	26,00
Espagne	1,54	1,75	-21,00
Portugal	1,90	2,41	-51,00
Hong Kong	2,41	1,72	69,00
Canada	2,51	2,12	39,00
Singapour	2,53	2,13	40,00
Australie	2,64	2,78	-14,00
États-Unis	3,06	2,33	73,00
Italie	3,43	2,17	126,00
Chine	3,64	3,65	-1,00
Grèce	4,31	5,60	-129,00
Pérou	5,32	4,87	45,00
Colombie	6,92	6,49	43,00
Indonésie	8,09	6,51	158,00
Russie	8,45	7,59	86,00
Brésil	11,47	9,77	170,00
Turquie	17,18	10,74	644,00

Source: TradingEconomics 3 octobre 2018

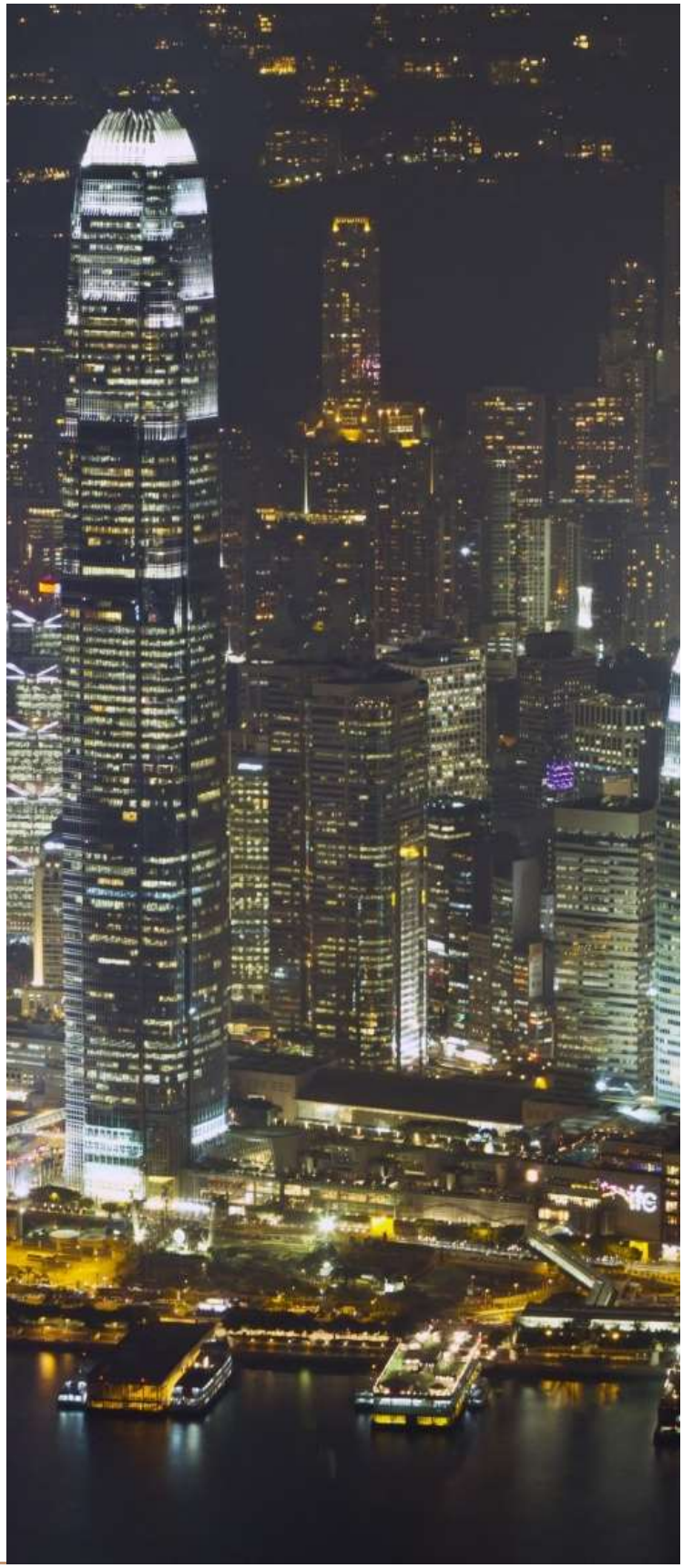
Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

L'INFLATION FUTURE EST PLUS IMPORTANTE QUE LES TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX ACTUELS

Nous devons adopter une vision prospective, en examinant les trois composantes du rendement attendu : le rendement réel, la compensation pour l'inflation future et la rémunération du risque. En règle générale, la plupart des actifs ne sont pas protégés contre l'inflation. Ainsi, bien que la prévision des niveaux d'inflation soit parfois une tâche difficile, l'immobilier est l'une des rares classes d'actifs qui intègre une prévision d'inflation dans les rendements attendus.

L'inflation globale en Europe pourrait se stabiliser à environ 1,9 % d'ici la fin d'année, ce qui reste inférieur à l'objectif de 2 % de la BCE. La bonne nouvelle est que le risque de déflation s'est nettement atténué. Aux États-Unis, les économistes de BNP Paribas Wealth Management tablent sur une inflation de l'ordre de 2,5 % cette année et de 2,1 % l'an prochain.

La question essentielle est de savoir si les investisseurs immobiliers acceptent une prime de risque suffisante à l'heure actuelle. En effet, une prime de risque adéquate devrait toujours être offerte, or certains investisseurs ne sont pas suffisamment récompensés pour le risque qu'ils prennent. Il est évident que le risque, résultant des mouvements de devises, doit être correctement rémunéré. Pourquoi les primes de risque dans l'immobilier sont-elles si faibles de nos jours ? Certes, les acheteurs peuvent vivre avec les primes de risque modestes enregistrées par les produits immobiliers de premier rang. Cela a d'ailleurs été le cas avec les obligations de catégorie « Investment Grade » ces dernières années.



Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

Ainsi les investisseurs obligataires ont non seulement accepté de renoncer au rendement supplémentaire pour prendre des risques de duration, mais ils ont également sacrifié leur rendement en achetant des obligations à long terme.

Il existe deux raisons principales pour lesquelles la prime de risque en obligations a baissé. Premièrement, **les anticipations d'inflation à long terme ont été modérées dans les principales économies mondiales,** ce qui fait des obligations une bonne couverture contre l'affaiblissement de la performance économique. Deuxièmement, **les achats des banques centrales ont encore réduit les rendements,** freinant ainsi la volatilité des taux d'intérêt.

Comme nous nous attendons à ce que les investisseurs immobiliers aient un horizon d'investissement à long terme (au moins cinq ans), une prime de risque adéquate devrait être essentielle pour couvrir le risque immobilier « de base » (locataire, vacance, dépréciation, obsolescence, etc.) ainsi que les risques de marchés particuliers.

Toutefois, nous estimons que l'inflation future n'implique pas nécessairement un risque accru pour les investisseurs immobiliers. À court terme, la hausse de l'inflation peut entraîner une volatilité plus forte, les taux d'intérêt nominaux augmentant également. Les investisseurs peuvent décider d'investir dans d'autres classes d'actifs - comme les obligations de qualité « Investment Grade » - car leurs taux de rendement deviennent plus attractifs. En outre, les coûts de financement des sociétés immobilières peuvent également augmenter (même fortement). Toutefois, à plus long terme, dans de nombreux pays, la hausse de l'inflation se répercutera progressivement dans les revenus locatifs. Cela stimulera la valeur des biens immobiliers, mais seulement après un délai de 6 à 18 mois (selon la situation géographique).

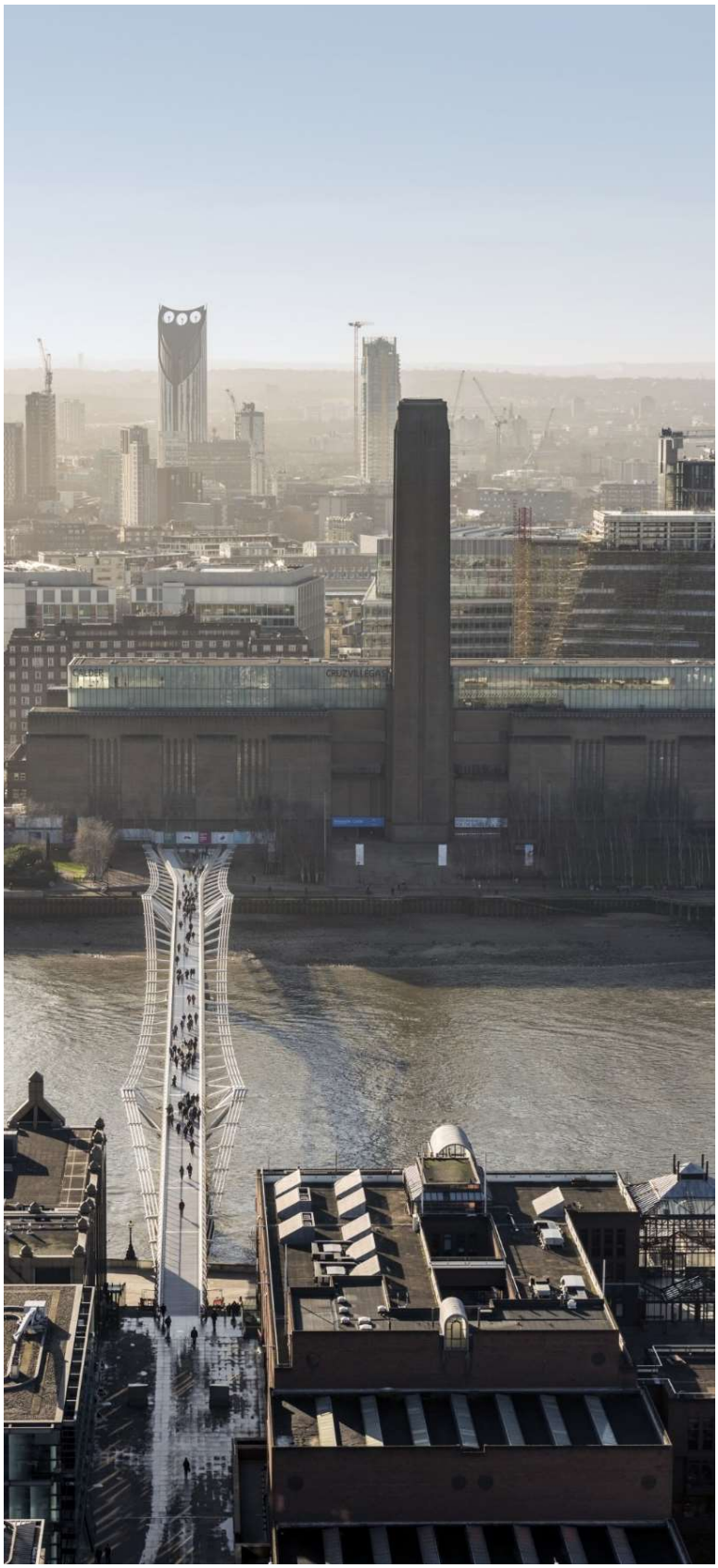
Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

LES REITS SONT CONSIDÉRÉS COMME LA CLASSE D'ACTIFS LA PLUS SENSIBLE AUX HAUSSES DE TAUX D'INTÉRÊT NOMINAUX, MAIS EST-CE RÉELLEMENT LE CAS ?

Aux États-Unis, la tendance haussière des rendements des obligations d'État à dix ans a amené les investisseurs à se poser certaines questions « traditionnelles » sur la relation entre les REITs (immobilier côté avec des titres de foncières et des fonds longs) et la hausse des taux d'intérêt. Contrairement à la croyance populaire, il y a peu de données empiriques montrant que les corrélations historiques de ces mesures ont toujours été négatives ou positives dans le temps. De toute évidence, des taux d'intérêt nominaux plus élevés peuvent entraîner une instabilité temporaire du marché, les investisseurs cherchant à se débarrasser de leurs REITs. La raison de ces ventes est que les rendements bruts des dividendes sont désormais moins attractifs par rapport aux revenus tirés des titres à revenu fixe. **Comme cela a été dit, des taux d'intérêt plus élevés pourraient également entraîner une hausse des coûts d'emprunt.**

Cette corrélation quelque peu floue résulte probablement de la nature inflationniste des valeurs immobilières qui offrent une couverture partielle contre l'inflation (contrairement aux investissements obligataires non indexés). De toute évidence, ceci s'applique également aux investissements immobiliers directs.

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !



CONCLUSION

Un facteur important pour les investisseurs immobiliers est que les taux d'intérêt réels restent stables à tout prix, ce qui n'est pas nécessairement le cas pour les taux nominaux !

Si les taux d'intérêt augmentent proportionnellement à la croissance économique et qu'en conséquence l'inflation sous-jacente grimpe, cela peut être positif pour les biens immobiliers tant cotés que non-cotés. En cas d'inflation plus élevée, les propriétaires immobiliers, dans de nombreuses régions du monde, ont le droit d'augmenter les loyers (indexation/révisions locatives). Les loyers plus élevés finiraient par pousser les valeurs vers le haut, compte tenu du décalage habituel de 6 à 18 mois. En effet, nous devons évaluer les facteurs qui déterminent les taux d'intérêt en général, tels que la croissance du PIB, l'inflation, les créations d'emplois et la politique monétaire.

LES MARCHÉS MONDIAUX DE L'IMMOBILIER COMMERCIAL

DES VOLUMES D'INVESTISSEMENT PLUS ÉLEVÉS EN EUROPE

La dynamique positive des investissements en immobilier commercial en Europe se poursuit en 2018, avec un volume d'investissement de 115,4 milliards d'euros à fin juin, en hausse de 2 % par rapport au premier semestre 2017 (source : BNP Paribas Real Estate, Principaux marchés d'investissement en Europe, 2T18).

L'Allemagne a réalisé le deuxième meilleur chiffre d'affaires semestriel de son histoire. « Ce résultat est dû à un nombre record de transactions individuelles plutôt qu'à des transactions de portefeuille qui stimulent souvent la performance allemande. » Les quatre principaux marchés allemands qui ont contribué à cette performance ont tous bénéficié d'un grand nombre de méga-transactions (> 100 millions EUR), avec un nouveau record pour Munich et Berlin, et un deuxième meilleur résultat pour Francfort et Hambourg. Avec un investissement de 9,3 milliards d'euros au premier semestre 2018, le centre de Londres reste le plus grand marché européen, malgré une baisse de 21 % par rapport à 2017. Le marché de l'investissement de Paris a bénéficié d'une première moitié exceptionnelle (+ 66 %) grâce à la réalisation d'un grand nombre de méga-transactions à Paris et dans le croissant ouest.

Selon BNP Paribas Real Estate, les Rendements Initiaux Bruts (RIB) sont restés stables au premier semestre de l'année. Les RIB ne devraient pas tomber plus bas à court terme.

UN RALENTISSEMENT DES TAUX D'APPRÉCIATION DU CAPITAL POUR LES BUREAUX EUROPÉENS DANS LES ANNÉES À VENIR

Nous avons averti plusieurs fois dans des rapports précédents que la valeur des bureaux pourrait diminuer dans les années à venir, bien que cette année devrait encore rester assez bonne. Ceci est dû au fait que les valeurs vénales ont été (jusqu'à récemment) influencées davantage par les marchés de capitaux (taux d'intérêt très faibles et flux abondant de capitaux internationaux) que par les caractéristiques physiques des marchés locatifs. En bref : **les RIB ne peuvent se réduire davantage.**

Cette nouvelle situation s'observe de façon évidente à Londres, où elle est exacerbée par la saga du Brexit. Ainsi 2020 sera caractérisée soit par des pertes en capital, soit, au mieux, par une croissance modeste des valeurs vénales. La devise de l'immobilier « core »/haut de gamme s'illustre parfaitement ici : « le cash est roi » grâce aux revenus locatifs garantis.

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

Tableau 5 Projections de rendement total pour les marchés de bureaux européens

	Rendement en capital (%)			Rendement revenus/rendement prime (%)			Rendement total (%)		
	2018	2019	2020	2018	2019	2020	2018	2019	2020
Helsinki	17,5	-7,0	1,9	3,50	3,70	3,60	21,0	-3,3	5,5
Milan	15,5	-1,3	-4,3	3,25	3,35	3,50	18,8	2,0	-0,8
Prague	13,2	-2,4	-2,2	4,50	4,75	5,00	17,7	2,3	2,9
Lisbonne	12,9	1,5	-3,8	4,50	4,50	4,75	17,4	6,0	0,9
Madrid	11,7	2,0	-7,7	3,20	3,20	3,50	14,9	5,2	-4,2
Bruxelles	10,7	-2,3	-2,3	4,20	4,30	4,40	14,9	2,0	2,1
Rome	10,4	-0,1	-2,6	3,85	3,90	4,05	14,2	3,8	1,5
Francfort	9,0	3,4	0,1	3,10	3,10	3,20	12,1	6,5	3,3
Varsovie	6,0	-1,9	-4,7	5,10	5,20	5,35	11,1	3,3	0,6
Berlin	7,6	7,0	3,5	2,90	2,90	2,95	10,5	9,9	6,4
Barcelone	6,5	1,5	0,7	3,75	3,75	3,80	10,3	5,2	4,5
Birmingham	5,3	-4,0	-4,0	4,75	4,85	5,00	10,0	0,8	1,0
Cologne	5,5	6,5	1,2	3,55	3,55	3,65	9,1	10,1	4,9
Munich	5,8	3,9	0,3	2,95	2,95	3,05	8,8	6,8	3,4
Hambourg	5,4	3,6	0,3	3,10	3,10	3,20	8,5	6,7	3,5
Amsterdam	4,5	0,4	0,5	3,70	3,75	3,80	8,2	4,2	4,3
Budapest	1,5	-2,3	-3,2	6,50	6,65	6,80	8,0	4,4	3,6
Copenhague	2,9	1,5	0,8	4,20	4,20	4,25	7,1	5,7	5,0
Grand Paris	2,9	1,2	-3,2	3,00	3,00	3,10	5,9	4,2	-0,1
Paris intramuros	2,9	1,2	-3,2	3,00	3,00	3,10	5,9	4,2	-0,1
Paris QCA	2,9	1,2	-3,2	3,00	3,00	3,10	5,9	4,2	-0,1
La Défense	1,9	5,5	-5,9	3,90	3,90	4,00	5,8	9,4	-1,9
Dublin	1,5	-5,2	-7,6	4,00	4,25	4,50	5,5	-0,9	-3,1
Stockholm	1,9	2,5	-2,5	3,50	3,60	3,80	5,4	6,1	1,3
Düsseldorf	1,9	3,6	-1,1	3,50	3,50	3,60	5,4	7,1	2,5
Lyon	0,0	1,7	-2,5	3,90	3,90	4,00	3,9	5,6	1,5
City	-2,5	-7,8	-4,7	4,00	4,25	4,55	1,5	-3,5	-0,2
Centre de Londres	-3,0	-7,3	-5,6	3,50	3,70	4,00	0,5	-3,6	-1,6
West End Londres	-3,0	-7,3	-5,6	3,50	3,70	4,00	0,5	-3,6	-1,6

Source: BNP Paribas Real Estate, août 2018

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

LA SAGA DU BREXIT

Le résultat des négociations en cours entre le Royaume-Uni et l'union européenne (UE) et qui façonnera leurs relations futures, n'est toujours pas clair. Alors que l'analyse de tous les scénarios plausibles dépasse la portée du présent rapport, nous évaluerons l'impact sur l'immobilier commercial et résidentiel du scénario le plus pessimiste - le Brexit « dur », ou sans accord.

À court terme, BNP Paribas Real Estate prévoit un impact tangible sur le marché, similaire à ce que les investisseurs ont observé au lendemain du référendum. « La baisse des volumes d'investissement au Royaume-Uni pourrait atteindre 25 % à 30 %, le rendement en capital des bureaux dans la City chutant le plus fortement, de 15 %, et celles du West End de 10 %. Ces baisses seront principalement le fait de la chute des loyers causée par la faiblesse du marché locatif ». Même dans l'hypothèse d'un accord avec l'UE, l'impact sur le marché immobilier pourrait encore être quelque peu négatif, bien que dans une moindre mesure. « À Londres, le volume des investissements devrait baisser de 11 % avec une baisse moyenne du rendement en capital de 5 % par an au cours des trois prochaines années. » (source : BNP Paribas Real Estate). Nous rappelons au lecteur que l'incertitude actuelle liée au Brexit n'est pas le seul facteur responsable de la faiblesse du marché. Quoi qu'il en soit, le marché des bureaux de Londres entre dans la phase finale de son cycle immobilier actuel.

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

Néanmoins, nous pensons que Londres sera toujours populaire auprès des investisseurs - qu'ils soient institutionnels ou privés - et que le marché de l'immobilier commercial devrait être soutenu par une livre sterling plus faible. Il en va de même pour le marché de l'immobilier résidentiel de la capitale sur lequel les investisseurs européens reviennent progressivement.

L'entreposage connaîtrait une demande beaucoup plus forte dans les zones portuaires en cas de Brexit dur. « Le traitement des marchandises et leur dédouanement dans les ports nécessiteront davantage de stockage, et ce particulièrement à court terme. Nous assistons déjà à un développement spéculatif accru de l'espace de stockage autour du port de Douvres. La compression des rendements et la croissance des loyers dans l'immobilier logistique pourraient vraisemblablement se poursuivre » (source : BNP Paribas Real Estate, septembre 2018).

À long terme, l'avenir du marché est plus difficile à prévoir, car il dépendra largement de la nature d'un accord avec l'UE et de la performance de l'économie britannique. Les retombées sur l'occupation des biens immobiliers, avec des taux d'inoccupation susceptibles d'augmenter fortement, exerceront une pression à la baisse sur les loyers. Une pression à la vente se fera sentir, entraînant une correction des valorisations d'actifs.

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

LES INVESTISSEURS AMÉRICAINS SONT TOUJOURS ACTIFS AU ROYAUME-UNI

Alors que certains investisseurs américains entrent sur le marché immobilier au Royaume-Uni, ceux qui s'y trouvent déjà quittent Londres en faveur de villes plus petites. L'investissement immobilier total des américains au Royaume-Uni a atteint un maigre 3,1 milliards de dollars entre le début de l'année et la mi-août. « C'est là un rythme beaucoup plus lent que les 16 milliards de dollars échangés en 2015, l'année précédant le vote du Brexit. » (source : Real Capital Analytics, Août 2018).

Les investisseurs asiatiques continuent d'acquérir des immeubles de prestige à Londres tels que Plumtree Court, un immeuble de dix étages à Londres, destiné à devenir le siège européen de Goldman Sachs. Ce bâtiment a été acquis par le Korean National Pension Service (Régime de pension coréen) pour 1,17 milliards de livres sterling dans le cadre d'un contrat de vente et de cession-bail (la transaction devrait être clôturée en janvier prochain, source : IPE, le 23 août 2018).

Les investisseurs américains sont prêts à prendre des risques plus élevés, tandis que les investisseurs asiatiques sont moins enthousiastes. La raison est simple : les investisseurs asiatiques peuvent encore trouver des biens dont le RIB se négocie bien au-dessus de celui d'immeubles similaires sur leur marché domestique de premier choix. Ce n'est pas le cas pour les investisseurs américains, les taux de capitalisation de l'immobilier au Royaume-Uni étant nettement inférieurs à ceux des États-Unis. Par conséquent, ils doivent encourir des risques supplémentaires lorsqu'ils investissent au Royaume-Uni afin d'obtenir un rendement total acceptable (du moins pour eux).

Parmi les transactions effectuées par les investisseurs américains hors de Londres cette année, nous soulignons celle de la société de capital investissement, LCN Capital Partners, qui a acheté la première phase d'Aberdeen International Business Park - le siège social de 335 000 m² d'Aker Solutions - pour environ 114 millions de livres sterling avec un rendement de 6,9 % environ (source : CoStar News, le 22 mars 2018). Le gestionnaire d'actifs Invesco a, pour sa part, annoncé qu'il s'associait aux promoteurs Patten Properties et Panacea Property Development pour la construction de 383 unités à louer dans le centre-ville de Liverpool (source: Wall Street Journal, le 28 août 2018).

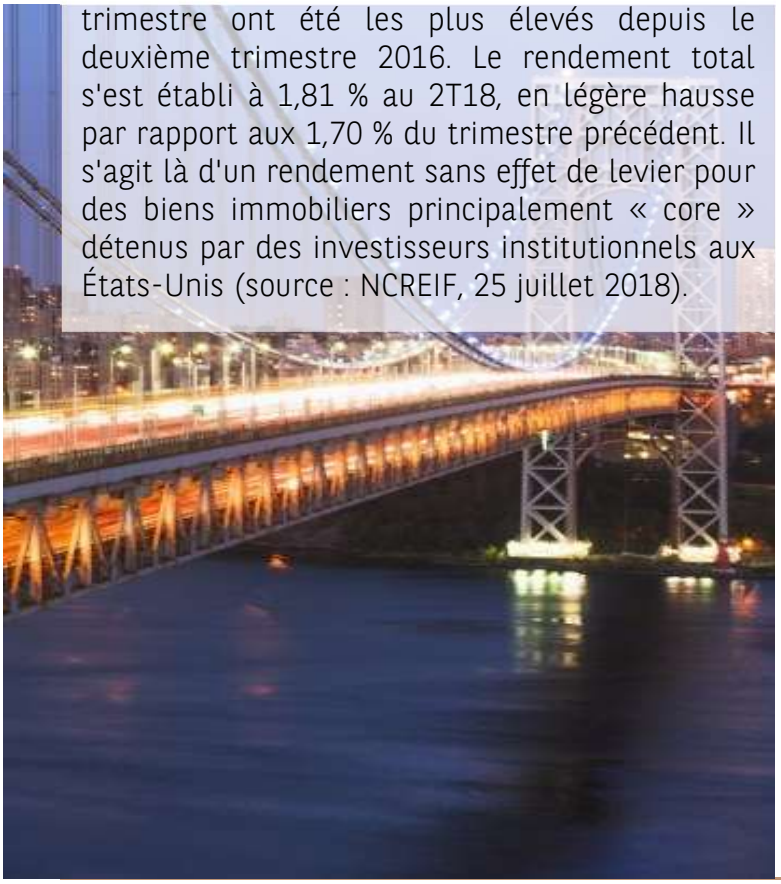
Un grand avantage pour les investisseurs américains est la baisse des prix lorsqu'ils sont convertis en dollars américains.

L'affaiblissement de la livre sterling - qui s'est dépréciée d'environ 15 % par rapport au billet vert depuis le vote du Brexit de l'été 2016 - rend l'achat au Royaume-Uni moins couteux pour les investisseurs se basant sur le dollar. Pour rappel, les américains se sont taillés la part du lion des investisseurs non-britanniques dans le pays pendant des années. Ils ont décaissé plus de 90 milliards de dollars sur l'immobilier commercial au Royaume-Uni depuis 2007 (source : Real Capital Analytics).

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

QUELLE EST LA TENDANCE DES MARCHÉS DE L'IMMOBILIER COMMERCIAL AUX ÉTATS-UNIS ?

Le National Council of Real Estate Investment Fiduciaries (NCREIF) a publié les résultats du 2ème trimestre 2018 (2T18) pour l'indice NCREIF Property (NPI). Alors que le rendement total trimestriel du NPI - généré à partir d'une combinaison de bureaux, de commerces de détail, d'industries, d'hôtels et d'appartements - a été modeste, les rendements pour le deuxième trimestre ont été les plus élevés depuis le deuxième trimestre 2016. Le rendement total s'est établi à 1,81 % au 2T18, en légère hausse par rapport aux 1,70 % du trimestre précédent. Il s'agit là d'un rendement sans effet de levier pour des biens immobiliers principalement « core » détenus par des investisseurs institutionnels aux États-Unis (source : NCREIF, 25 juillet 2018).



Le rendement trimestriel moyen des cinq dernières années s'établit à 2,38 %, soit 9,85 % en rythme annualisé. « Bien que le rendement annualisé de 1,81 % ou de 7,44 % pour le deuxième trimestre soit en baisse par rapport au rythme effréné des cinq dernières années, la baisse des rendements observée depuis plusieurs années a cessé début 2017, et les rendements sont restés remarquablement stables depuis lors. »

Les biens industriels, principalement les entrepôts, restent la classe d'actifs immobilière la plus performante, avec un rendement de 3,58 % pour le deuxième trimestre. Le segment hôtelier se classe en deuxième position avec 1,95 %, suivi par les activités de bureaux et de logements résidentiels, qui ont tous deux affiché 1,54 %. L'immobilier commercial s'est sensiblement redressé, passant de 0,72 % au trimestre précédent à 1,32 % au 2T18.

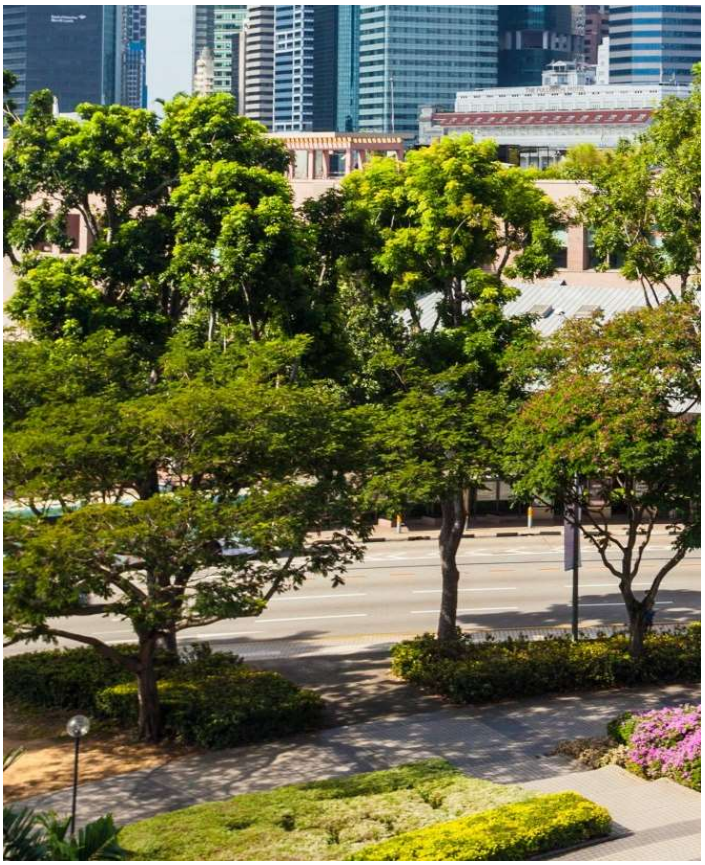
Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

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

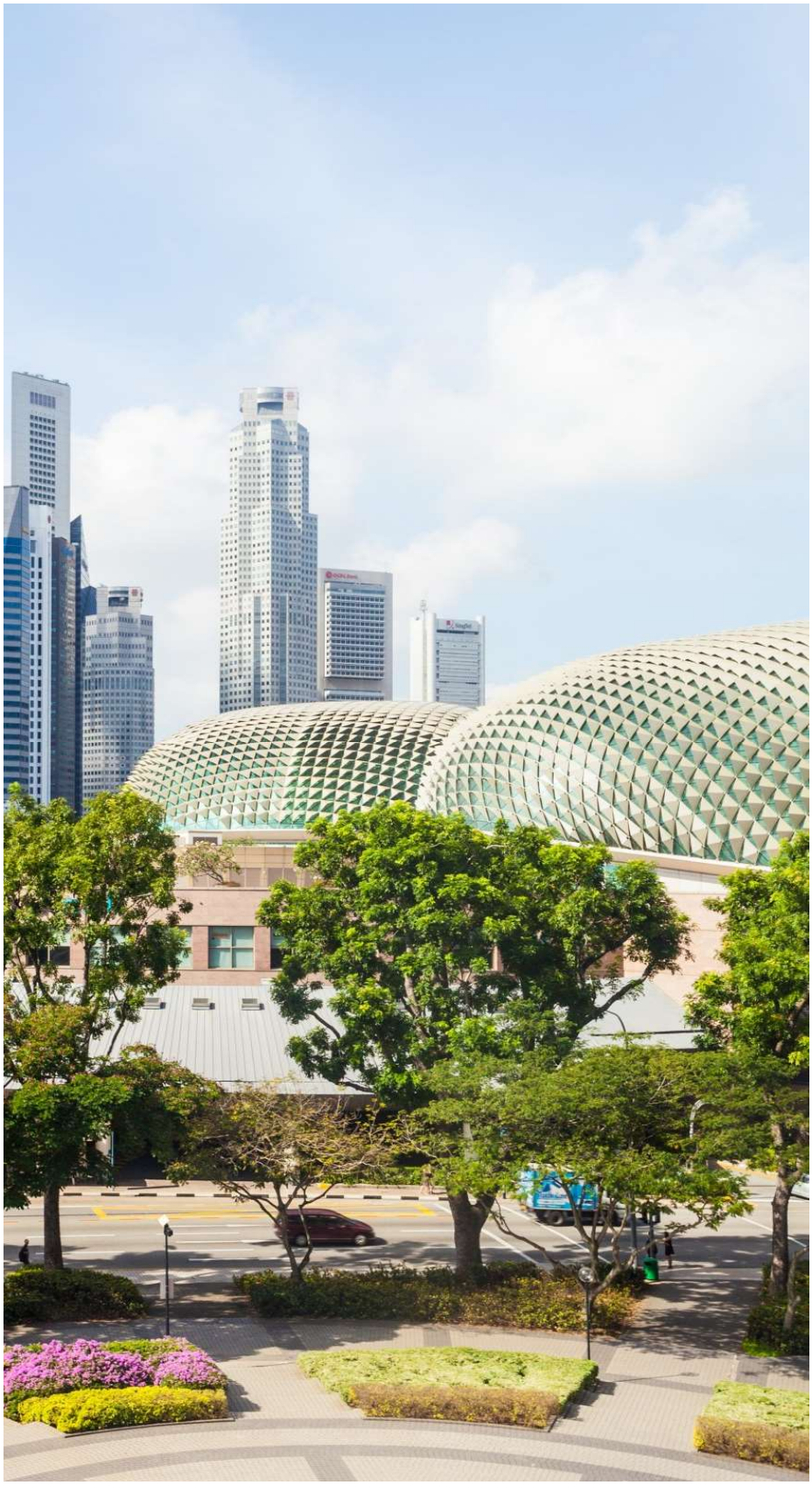
Les investissements immobiliers et le crédit-bail restent élevés, les loyers des bureaux continuant d'augmenter. Dans l'ensemble, l'activité locative en Asie-Pacifique a bondi de 45 % en glissement annuel au 2T18. Cette tendance est principalement due à la bonne performance d'un petit nombre de marchés, à savoir l'Inde, Manille et Hong Kong (source : Jones Lang LaSalle, Asia Pacific Property Digest, 2T18).

Hong Kong, en particulier, reste un marché très actif pour les bureaux, les valeurs vénales atteignant de nouveaux sommets. Toutefois, divers acteurs du marché estiment que le marché pourrait être dominé par les vendeurs plutôt que par les acheteurs à court terme. Les immeubles de bureaux en sont à la dernière phase du cycle actuel du marché, de sorte que les perspectives de hausse des rendements du capital s'estompent. Même si cette année restera très bonne, avec des valeurs des bureaux susceptibles d'augmenter de 15 %, le marché des bureaux de Hong Kong pourrait se révéler beaucoup plus difficile dans les années à venir. À Shanghai, la demande d'espaces de bureaux devrait chuter dans la mesure où un certain nombre de banques résilient leurs baux de façon anticipée. Par conséquent, la croissance des loyers pourrait être pratiquement inexistante dans l'avenir proche (source : Jones Lang LaSalle, 2T18).

Parallèlement, le marché australien des bureaux reste très dynamique, en particulier les marchés « core ». Le Canadian Oxford Properties Group a augmenté son offre d'achat d'Investa Office Fund, propriétaire australien de bureaux, au prix de 5,60 dollars australiens l'action, intensifiant une guerre d'enchères avec le géant du capital investissement, Blackstone Group. Le cours de l'action Investa Office Fund était de 5,54 dollars australiens, le 3 octobre 2018. La dernière tentative d'achat d'Investa par Oxford - cotée à la Bourse de Sydney - souligne la valeur de l'entreprise australienne à un moment où l'offre est serrée et où les loyers augmentent dans le pays, en particulier à Sydney où les tours d'Oxford sont concentrées (source : Reuters, 13 septembre 2018).



Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !



CONCLUSION

Les marchés immobiliers commerciaux sont toujours bien orientés dans de nombreux pays du monde, mais il faut faire preuve de prudence. Un certain nombre de marchés « core » sont très attractifs, de sorte que les perspectives de gains en capital à long terme se détériorent progressivement. Toutefois, tant que la croissance des loyers reste intacte, les investisseurs ne devraient pas trop s'en inquiéter. Certains facteurs d'inquiétudes subsistent, comme la question de savoir si un accord solide sur le Brexit sera conclu avant mars 2019.

LE MARCHÉ MONDIAL DE L'IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

LA PLUS FORTE HAUSSE DES PRIX RÉELS DES LOGEMENTS OBSERVÉE À... HONG KONG

Hong Kong est le marché du logement le plus dynamique selon l'enquête mondiale de Global Property Guide, se hissant de la quatrième place au trimestre précédent. Les prix de l'immobilier ont bondi de 13,15 % au cours des premier et deuxième trimestres, après des hausses, en glissement annuel, de 12,28 % au 1T18, 12,78 % au 4T17, 13,41 % au 3T17 et 19,27 % au 2T17. Cette performance exceptionnelle et durable dépasse l'imagination, d'autant plus que les autorités locales ont augmenté le droit de timbre pour tous les non primo-accédants en plus d'autres mesures telles qu'une taxe sur les appartements vacants, (source : Global Property Guide, 2ème trimestre 2018 : 2T18).

Le marché immobilier irlandais progresse également à grande vitesse. Les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté de 11,57 % au premier semestre de l'année après des hausses en glissement annuel de 12,4 % au 1T18, 11,7 % au 4T17, 11,75 % au 3T17 et 11,8 % au 2T17. Mais la grande différence avec Hong Kong est que le marché irlandais du logement a connu une crise grave en 2007-2009 alors que la ville de Hong Kong a été épargnée.

Singapour, les Pays-Bas et Macao ont également connu un rebond spectaculaire au cours des derniers mois et années, mais à des niveaux différents. Rien de nouveau sous le soleil, au Qatar, en Ukraine et à Dubaï tout du moins ! Les prix des maisons à Dubaï vont-ils se redresser un jour, et si oui, quand ? Les prix diffèrent considérablement d'un district à l'autre.

Tableau 6 : Prix réels de l'immobilier résidentiel au 30 juin 2018

Classement	Pays	y-o-y (%)		q-o-q (%)
		2Q17	2Q18	2Q18
1	Hong Kong	19,27	13,15	5,05
2	Irlande	11,8	11,57	2,22
3	Singapour	-3,20	8,53	3,19
4	Pays-Bas	6,39	7,24	0,85
5	Macao	11,79	6,31	5,21
	...			
10	Portugal	3,47	4,53	-0,02
	...			
15	Espagne	0,85	4,01	0,29
	...			
37	Brésil - São Paulo	-2,15	-2,38	-1,22
38	Pérou	-2,27	-3,12	-1,07
39	Suisse	1,09	-3,49	-1,28
40	Chine - Shanghai	6,76	-3,51	-0,81
41	Turquie	1,62	-4,21	-1,99
42	Dubaï	-2,51	-7,63	-1,33
43	Ukraine - Kiev	-5,13	-7,81	-1,94
44	Qatar	-4,52	-16,91	-6,62

Source: Global Property Guide. Prix reels, juin 2018

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

UNE HAUSSE DES PRIX, EN PARTICULIER HORS DE LONDRES

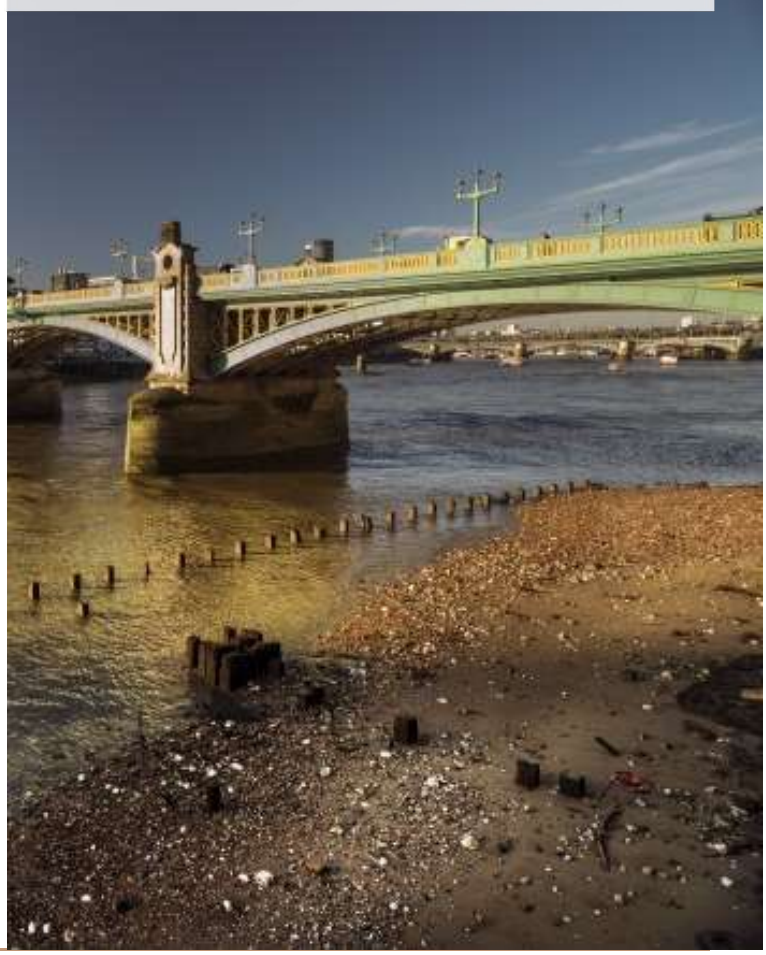
Le prix de vente moyen d'un bien immobilier neuf en septembre était en hausse de 0,7 % à 304 061 GBP, bien que la hausse annuelle reste modérée à 1,2 %. « Le marché d'automne est plus dynamique dans les régions où les prix sont plus abordables et le climat plus favorable, le Pays de Galles, les East Midlands, les West Midlands ainsi que le Yorkshire et le Humber enregistrant tous des hausses annuelles moyennes d'au moins 4 %. » (source : indice des prix immobiliers de Rightmove, septembre 2018).

En outre, **après plusieurs années de chute des prix dans certaines poches londoniennes, on observe des signes de reprise des achats dans le haut de gamme, avec une hausse de 6 % du nombre de ventes de logements valant 750 000 GBP** et plus par rapport à septembre de l'année dernière.

Cependant, Mark Carney, gouverneur de la Banque d'Angleterre, est plutôt pessimiste en ce qui concerne le marché immobilier du pays. Il a averti le gouvernement britannique à la mi-septembre que les prix des maisons pourraient chuter de 25 à 35 % en cas de Brexit « dur ». Dans le pire des scénarios, les prix des logements baisseraient dans les mêmes proportions au cours des trois prochaines années, le taux de chômage passerait de 4 % aujourd'hui à plus de 10 % et il serait plus compliqué de voyager en avion ou en train entre le Royaume-Uni et l'Europe continentale.

LA DÉPRÉCIATION DE LA LIVRE STERLING INCITE LES ACHETEURS EUROPÉENS À REVENIR À LONDRES

Les acheteurs européens reviennent sur le marché immobilier de Londres pour la première fois depuis le vote sur le Brexit. La proportion de maisons vendues à un acheteur de l'union européenne à Londres est passée de 10 % il y a un an à 13 % au premier semestre 2018 (source : Hamptons International). En 2017, l'année suivant le référendum, la proportion d'acheteurs européens à Londres a fortement chuté, en particulier dans le centre de Londres, et les codes postaux les plus chers, notamment Mayfair et Belgravia. Dans ces secteurs, les acheteurs de l'UE représentaient 28 % des transactions au 2T16. Ce chiffre est tombé à 8 % pour le premier trimestre de 2017.



Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

LES PRIX DE L'IMMOBILIER IRLANDAIS DEVIENNENT CHERS

L'immobilier à Dublin est surévalué de 25 %. « Le coût d'achat d'une maison dans la capitale avait augmenté plus rapidement que le revenu locatif qu'une propriété moyenne pouvait générer et que la capacité d'une personne gagnant un salaire moyen à rembourser un prêt immobilier. » (source : The Economist/The Irish Times, 27 août 2018). Les prix de l'immobilier irlandais ont augmenté d'environ 80 % par rapport au point bas de 2012, tandis que les prix à Dublin ont pratiquement doublé, en hausse de 92,7 % !

En juillet, les prix de l'immobilier, au niveau national, avaient progressé de 10,4 % depuis le début de l'année. En comparaison, l'augmentation avait été de 11,9 % sur la période de 12 mois se terminant à fin juin 2017 et de 11,6 % au cours des 12 mois précédant la fin du mois de juillet 2017. En juillet, les prix de l'immobilier résidentiel à Dublin avaient bondi de 7,2 % depuis le début de l'année. Le prix des maisons à Dublin avait augmenté de 6,5 %, et les appartements de 11 % au cours de la même période (source : Central Statistics Office, Ireland, 11 septembre 2018).

Les prix de l'immobilier résidentiel dans le reste de l'Irlande avaient progressé de 13,7 % en juillet depuis le début de l'année. La région du Mid-West a affiché la plus forte croissance des prix, les prix des maisons bondissant de 23,7 %. La région frontalière a enregistré la croissance la plus faible, avec une augmentation du prix des maisons d'un relativement modeste 6 %.

BELGIQUE : PAS DE KRACH À L'HORIZON MALGRÉ DES PRÉVISIONS DE PERFORMANCES MODESTES

Nous pensons que les prix de l'immobilier pourraient se stabiliser ou diminuer légèrement au cours des trois prochaines années. Nous nous attendions à un léger recul des prix de l'immobilier belge depuis quelques années, mais cela ne s'est pas matérialisé. Au contraire. À fin juin, les prix de l'immobilier avaient augmenté de plus de 2 % en glissement annuel, en ligne avec l'inflation sous-jacente actuelle se situant à environ 2 % (source : Notarisbarometer, 2T18). Nous pensons que les prix de l'immobilier résidentiel se fondent sur plus que des facteurs purement économiques, comme le revenu annuel disponible des ménages. D'importants facteurs culturels entrent en jeu, par exemple le fait que les générations plus âgées font don de biens immobiliers aux jeunes générations plus rapidement qu'auparavant (et bénéficient souvent d'avantages fiscaux ce faisant).

Comme cela a été mentionné, nous ne serions pas surpris si les prix nominaux de l'immobilier baissaient légèrement en 2019 et 2020. Dans la pratique, les investisseurs seraient perdants en raison de l'inflation. Néanmoins, nous ne prévoyons pas de krach immobilier en tant que tel.

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

PARIS : LE CIEL POUR LIMITE

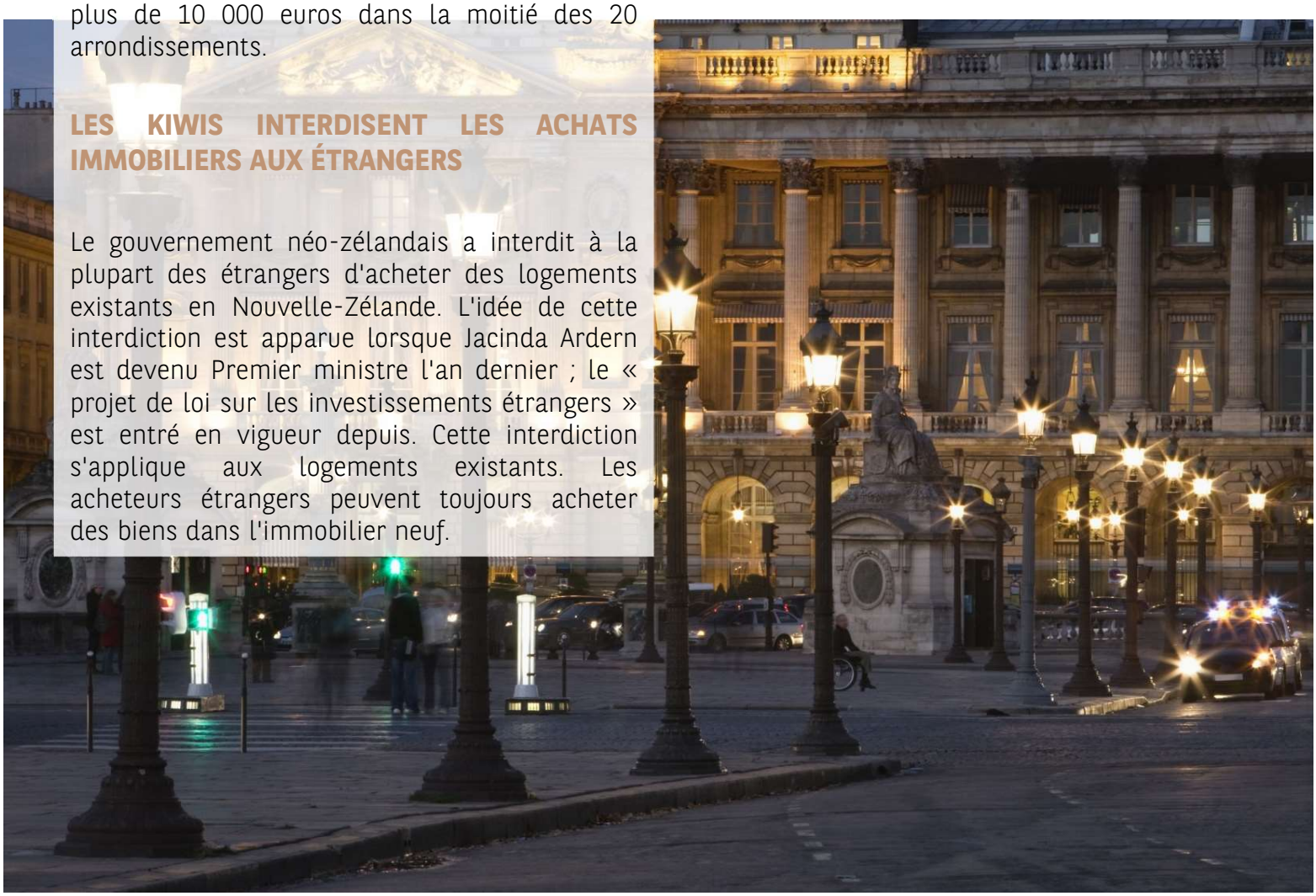
Alors que 100 % des arrondissements parisiens connaissent une hausse annuelle des prix de l'immobilier, certains se détachent du lot. Dans le quatrième arrondissement, par exemple, les prix des appartements ont augmenté de plus de 12 % sur la période de 12 mois se terminant fin juin « De la rue des Archives à la rue Vieille-du-Temple en passant par la rue des Hospitalières-Saint-Gervais et la rue de Lutèce, l'achat d'un appartement dans l'ancien coûte 12,8 % de plus qu'à la même époque l'an dernier ». (source : Baromètre LPI-SeLoger, octobre 2018). Environ 30 % des arrondissements parisiens ont vu leur prix annuel de l'immobilier augmenter de 9 % ou plus au 2T18. Les acheteurs doivent payer le m² plus de 10 000 euros dans la moitié des 20 arrondissements.

LES KIWIS INTERDISENT LES ACHATS IMMOBILIERS AUX ÉTRANGERS

Le gouvernement néo-zélandais a interdit à la plupart des étrangers d'acheter des logements existants en Nouvelle-Zélande. L'idée de cette interdiction est apparue lorsque Jacinda Ardern est devenu Premier ministre l'an dernier ; le « projet de loi sur les investissements étrangers » est entré en vigueur depuis. Cette interdiction s'applique aux logements existants. Les acheteurs étrangers peuvent toujours acheter des biens dans l'immobilier neuf.

CONCLUSION

Dans de nombreux pays, les prix de l'immobilier résidentiel ont affiché des performances très attractives ces dernières années, les acheteurs réalisant des bénéfices substantiels en termes réels. Il va sans dire que les taux d'intérêt toujours très bas ont contribué à cette surperformance. Et pourtant, tandis que les taux d'intérêt commencent à s'aventurer à la hausse, les rendements du capital peuvent être mis sous pression. Parallèlement, les rendements locatifs nets restent faibles.



LE MARCHÉ MONDIAL DE L'IMMOBILIER COTÉ

Les marchés immobiliers cotés ne sont plus ce qu'ils étaient et les années glorieuses semblent être l'affaire du passé. Nous avons déjà expliqué dans des rapports précédents que la croissance des rendements totaux (dividendes bruts + variation du cours de l'action) des REITs diminuerait.

Cette année n'a pas été incroyable, avec des rendements totaux très variables. Toutefois, tout n'est pas si mal. L'Allemagne s'en est relativement bien sortie, affichant un rendement de 9 % sur l'année en cours (au 2 octobre), ce qui contraste fortement avec la France et le Royaume-Uni (en livres sterling). L'Asie et l'Amérique du Nord ont également connu des temps meilleurs.

Cela dit, de nombreuses régions ont généré des rendements attractifs sur des périodes plus longues, par exemple sur cinq ans. Seule l'Asie est à la traîne. L'Europe a remarquablement bien performé sur la période étudiée, l'Allemagne trônant en tant que leader absolu.

Tableau 7 : Performance annuelle des REITs au 2 octobre 2018 (en devise locale)

Indice	Devise	1 mois	YTD	1 an	3 ans	5 ans
FTSE EPRA/NAREIT Europe ex UK	Euro	-3,25	2,17	7,80	9,74	12,98
FTSE EPRA/NAREIT Europe	Euro	-2,65	0,16	6,28	3,90	10,92
FTSE EPRA/NAREIT France	Euro	-3,02	-6,85	2,77	5,42	8,10
FTSE EPRA/NAREIT Germany	Euro	-4,27	9,01	18,93	17,29	21,48
FTSE EPRA/NAREIT UK	GBP	-2,32	-4,63	3,05	-1,18	7,29
FTSE EPRA/NAREIT Belgium/Luxembourg	Euro	-4,87	6,39	6,95	11,94	12,37
FTSE EPRA/NAREIT Asia	USD	-0,94	-2,16	3,38	6,72	1,80
FTSE EPRA/NAREIT Japan	Yen	3,52	6,07	9,13	-0,02	0,78
FTSE EPRA/NAREIT Singapore	SGD	-0,85	-5,78	0,62	11,34	5,68
FTSE EPRA/NAREIT Hong Kong	HKD	-2,52	-7,29	-1,01	10,40	4,73
FTSE EPRA/NAREIT North America	USD	-3,65	1,22	3,18	6,44	7,92

Source: EPRA, 2 octobre 2018

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

Un mot sur les REITs britanniques. Les valorisations ayant été soutenues par de l'argent bon marché et des capitaux étrangers au cours des dernières années, le marché immobilier du centre de Londres est resté relativement calme. Cela a permis aux REITs britanniques de mettre de l'ordre dans leurs affaires, mais « ils sont désormais largement hors marché et dans l'attente d'une correction » (source : Exane BNP Paribas Research, 23 juillet 2018). « Notre positionnement reste globalement neutre sur les titres exposés au marché londonien malgré un faible effet de levier (ratio d'endettement de l'ordre de 30 %) et des décotes importantes sur les VNI. Le Brexit pèse sur les performances futures et il est trop tôt pour tabler sur une reprise qui ne se matérialisera peut-être pas. » (source : Exane BNP Paribas Research, 23 juillet 2018).

Les États-Unis ont des taux d'intérêt nominaux plus élevés que d'autres régions du monde, telles que l'Europe et l'Asie. Cette situation a entraîné une volatilité du cours des actions de REITs au cours des derniers mois, bien que les rendements totaux demeurent acceptables (en tous cas à long terme), car le dollar s'est également apprécié par rapport aux principales devises.

Nous sommes d'avis que les investisseurs ne doivent pas s'inquiéter des États-Unis parce qu'il n'existe pas de preuve empirique réelle que l'inflation est corrélée négativement avec la performance à long terme des cours des REITs. Après tout, si les taux d'intérêt nominaux devaient augmenter en raison d'une inflation sous-jacente inattendue, les loyers et les valeurs vénales augmenteraient également (avec un décalage). En outre, cela s'applique non seulement aux États-Unis, mais à tous les principaux marchés de REITs.

L'Asie est une vaste région, avec de nombreux REITs cotés (Singapour, Hong Kong et le Japon ont des marchés de REITs bien établis). La volatilité semble être plus élevée que sur d'autres marchés, tandis que, malheureusement, les rendements totaux ne compensent pas nécessairement les risques supplémentaires.

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

CONCLUSION

Du point de vue du rendement total absolu, nous ne nous attendons pas à un rendement total élevé au cours des trois prochaines années. Seulement quelques points de pourcentage, générés principalement par les dividendes. Toutefois, dans une perspective d'investissement relative, les rendements totaux devraient dépasser ceux des autres classes d'actifs, en particulier ceux des titres obligataires. Nous pensons donc que de nombreux investisseurs peuvent encore être attirés par les REITs et qu'ils adopteront une stratégie de type « buy and hold ».

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

Notre stratégie pour les investisseurs immobiliers reste très simple, même si les conditions du marché ne sont pas évidentes.

Nous sommes convaincus que les investisseurs doivent construire un portefeuille immobilier comprenant à la fois des investissements immobiliers cotés et d'autres en direct. L'immobilier direct peut être acheté directement ou indirectement par le biais d'un fonds immobilier privé. Les actions immobilières peuvent être achetées soit en bourse, soit via un fonds d'investissement (ou fonds de fonds) qui, à son tour, est investi en actions immobilières ou, plus précisément, dans des sociétés de placement immobilier (REITs).

Toute stratégie d'investissement doit intégrer les besoins futurs de liquidité de l'investisseur, les prévisions de rendement financier et l'horizon d'investissement, paramètres qui varient d'un investisseur à l'autre.

Immobilier et inflation : pas forcément une mauvaise combinaison !

QUEL TYPE DE STRATÉGIE IMMOBILIÈRE RECOMMANDONS-NOUS ACTUELLEMENT ?

Les marchés hauts de gamme sont chers à l'heure actuelle, ce qui se traduit par des rendements initiaux bruts peu élevés (RIB). En outre, il est loin d'être certain que « les marchés de premier rang » seraient plus résistants que les marchés 'secondaires' en cas de détérioration des conditions de marché. Néanmoins, **nous pensons que les flux de revenus locatifs générés par les biens immobiliers haut de gamme devraient être plus protégés dans les pires scénarios, ce qui permettrait au propriétaire/investisseur de continuer à percevoir des loyers nets.** En effet, en cas de repli de l'immobilier, les taux d'inoccupation pourraient grimper beaucoup plus rapidement sur les marchés immobiliers secondaires/bas de gamme.

Alternativement, un marché immobilier en ralentissement peut offrir de nouvelles opportunités aux investisseurs immobiliers parce que les bâtiments neufs peuvent être achetés à des prix plus avantageux (décotes). C'est pourquoi **nous pensons qu'il est important d'investir dans un fonds immobilier à « valeur ajoutée », géré par un gestionnaire d'actifs compétent.** Nous déconseillons les achats précipités afin d'éviter d'investir au sommet du cycle. En d'autres termes, la période d'investissement d'un tel fonds privé devrait s'étendre sur au moins quelques années pour éviter de mettre tous ses œufs dans le même panier, en achetant dans une phase « défavorable » (coûteuse) d'un cycle immobilier.

C'est pourquoi nous mettons en avant notre stratégie d'investissement via deux options :

- L'achat direct de biens immobiliers sur des marchés immobiliers haut de gamme. C'est certainement le cas pour l'immobilier haut de gamme en Europe (y compris au Royaume-Uni à un stade ultérieur). Toutefois, la condition est que la base d'actifs de l'investisseur soit suffisamment importante pour lui permettre d'acheter directement des actifs ou,

- L'achat de parts dans un « fonds de capital-investissement immobilier », avec un gestionnaire qui crée de la valeur à lui seul (acquisitions moins chères, identification de transactions « hors marché », extension d'immeubles existants, conversion de bureaux en appartements, modernisation de bâtiments pour collecter des loyers nets plus élevés, etc.).

Bien sûr, les investisseurs peuvent choisir de combiner ces deux options.

RECOMMANDATIONS CONCERNANT L'IMMOBILIER

Comme indiqué, nous sommes optimistes sur le segment de l'immobilier à valeur ajoutée indépendamment de la géographie. Nous conservons une position pessimiste sur les REITs britanniques en raison de la détérioration des conditions sur les marchés de bureaux du pays (notamment Londres) et nous sommes également pessimistes sur un certain nombre de marchés émergents.

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**

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

The bank
for a changing
world