

« LES POSSIBILITÉS SONT INFINIES »  
CERTES, MAIS EST-CE TOUJOURS  
LE CAS AUJOURD'HUI  
POUR LES MARCHÉS  
DE L'IMMOBILIER ?

---



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

La banque  
d'un monde  
qui change

## Synthèse du rapport

L'histoire étant censée se répéter, il suffit à certains d'invoquer le passé pour émettre des hypothèses. Par exemple :

« *La valeur des actifs immobiliers chutera si les taux d'intérêt augmentent.* » Quels taux d'intérêt ? Les taux nominaux ? Les taux réels ? Quel type de bien immobilier : haut de gamme ou de second rang ? Dans quels quartiers ?

« *Les cycles de l'immobilier sont liés aux cycles économiques.* » La relation entre les fondamentaux économiques et les performances des investissements immobiliers est-elle clairement définie ? Les marchés de capitaux sont-ils susceptibles de fausser ce lien ? La gestion des actifs immobiliers a-t-elle progressé de manière plus professionnelle ces dernières années, permettant d'enregistrer de meilleures performances quoiqu'il arrive ?

« *Les marchés de l'immobilier britanniques s'effondreront de manière catastrophique en raison du Brexit, comme au début des années 1990.* » Les taux d'intérêt britanniques évoluent-ils actuellement à des niveaux analogues ? L'impact du Brexit – sur la base de faits établis – peut-il être pleinement évalué à l'heure actuelle ?

Nous pensons que l'histoire ne se répètera pas nécessairement en suivant un schéma standard. Mais on ne peut ignorer le fait que les marchés utilisateurs et d'investissement réagissent tous deux aux événements très médiatisés, comme le Brexit, et aux données économiques (de manière instantanée ou décalée). Pour résumer, certaines preuves du caractère cyclique du marché de l'immobilier sont susceptibles d'émerger à terme. *Nous sommes d'avis qu'il est trop risqué pour les investisseurs de présumer que les « cycles appartiennent au passé », rendant les multiples de valorisation moins pertinents.*

*Cette année s'annonce plus incertaine pour les investisseurs immobiliers. Il est encore trop tôt pour savoir si les différents marchés de l'immobilier sont proches d'un point de bascule vers un réajustement des prix.*

Quels indicateurs mesurables d'un changement dans l'attitude des investisseurs en matière de prise de risque a-t-on pu relever sur les marchés de l'immobilier au 1er semestre 2016 ?

- **Les volumes d'investissement dans l'immobilier commercial européen** ont reculé de 18 % au 2e trimestre 2016 (source : CBRE European Investment Quarterly, T2 2016), avec un essoufflement des deux plus grands marchés d'Europe (le Royaume-Uni et l'Allemagne), bien que pour des motifs différents. Au Royaume-Uni, les investissements dans l'immobilier commercial ont ralenti au premier semestre 2016, avec une baisse de 45 % par rapport à l'année précédente (source : Real Capital Analytics). En Allemagne, les actifs immobiliers haut de gamme sont devenus une denrée rare.
- **Au Royaume-Uni, les marchés de l'immobilier commercial** avaient déjà souffert à l'approche du vote sur le Brexit, et la faiblesse des performances est clairement ressortie en juillet, mois qui a suivi le référendum. En effet, le repli des volumes d'investissement s'est traduit par des pertes en capital. Par exemple, les prix de l'immobilier de bureaux dans le quartier londonien de la City ont chuté de 6 %, sacrifiant encore davantage les rendements sur fonds propres (suivant le niveau d'endettement, source : indice mensuel CBRE Royaume-Uni de juillet 2016). D'autre part, le fonds souverain norvégien n'a pas attendu la publication de données probantes pour réviser à la baisse ses avoirs britanniques de 5 % au deuxième trimestre. Par ailleurs, l'issue du référendum a fortement pesé sur les grands fonds immobiliers britanniques de type ouvert, 7 d'entre eux ayant été contraints de suspendre leurs transactions presque immédiatement face à la volatilité des conditions de marché.
- **La dispersion des performances des principaux marchés du logement à l'échelle mondiale** est croissante, marquant un modèle de valorisation différencié. Sur le marché résidentiel surévalué de Hong Kong, les prix de l'immobilier ont chuté d'environ 30 % entre octobre et juillet 2016 (suivant les sources). Le marché de l'immobilier résidentiel de Singapour, parvenu à maturité, a continué lui aussi de s'éroder, quoique d'une manière « contrôlée ». En revanche, les prix de l'immobilier résidentiel se sont envolés dans 55 des 70 moyennes et grandes villes chinoises en juin 2016, mais les marchés restent « hiérarchisés », à l'instar de la croissance des prix de l'immobilier résidentiel. En Amérique latine, et notamment au Brésil où l'économie est malmenée, les prix de l'immobilier résidentiel n'offrent aucune protection contre l'inflation, contrairement aux idées reçues. À Rio de Janeiro, le marché de l'immobilier local a plongé de plus de 12 %

en valeur réelle au cours des 12 mois qui ont précédé la fin juillet 2016 (source : indice FipeZap). Ce chiffre contraste avec les prix moyens de l'immobilier résidentiel aux États-Unis qui ont progressé en glissement annuel d'environ 5 % en mai 2016, devançant largement les niveaux d'inflation (source : indice Standard & Poor's CoreLogic Case-Shiller des prix immobiliers américains). L'Europe ne serait pas l'Europe si le marché du logement n'était pas totalement fragmenté. À Londres, les prix de l'immobilier haut de gamme ont fait l'objet de pressions intenses ces derniers mois. Cela étant, il est difficile de savoir si le recul des prix est lié à la hausse des droits d'enregistrement ou à la baisse de l'appétit pour le risque des investisseurs internationaux, provoquant un effet d'entraînement. Il est possible que tous ces facteurs entrent en jeu.

- De nombreuses **économies parvenues à maturité disposent de marchés de l'immobilier commercial et résidentiel** développés, caractérisés par d'importants investisseurs institutionnels et une saturation structurelle de capitaux. Face à ce « mur de liquidités », le nombre d'actifs immobiliers reste trop restreint, entraînant une hausse des prix et de faibles rendements bruts initiaux. Mais il est de plus en plus inquiétant de constater que la diversification au travers des investissements réalisés dans les marchés émergents ne se traduit pas naturellement par des rendements plus élevés pour chaque risque supplémentaire encouru (par exemple les effets de change), que ce soit au Moyen-Orient (Dubai), en Amérique latine (Brésil et pays voisins) ou en Asie (baisse des taux de croissance des rendements en capital dans de nombreuses régions) ;
- Le regain de volatilité au sein des **marchés des sociétés d'investissement immobilier cotées** (REIT - Real Estate Investment Trusts) a atteint son apogée le 24 juin 2016, les REIT britanniques chutant de 14 % en livres sterling le jour même. Les pertes se sont creusées dans les monnaies « plus fortes » comme le dollar US et l'euro. Toutefois, le recul des prix a été très inégal (entre le Royaume-Uni d'une part et l'Europe continentale, les États-Unis et l'Asie de l'autre). Manifestement, il n'y avait aucune raison pour que les investisseurs cèdent à la panique.

*Un changement d'attitude en matière de prise de risque est possible, l'indicateur de mesure penchant en faveur de la « crainte ». Nous pensons néanmoins que les investisseurs peuvent surmonter les dernières difficultés en date dans la mesure où les conditions demeurent favorables aux investissements immobiliers :*

- **Les taux d'intérêt nominaux (et réels)** se sont de nouveau repliés depuis la publication de notre précédent rapport immobilier en avril 2016. Bien qu'une surchauffe du marché puisse constituer un risque, la baisse des rendements obligataires à long terme a permis aux rendements bruts initiaux de rester stables ou de se replier légèrement au 1er semestre 2016, comme on a pu l'observer en Europe et aux États-Unis. Nous en concluons que les prix de l'immobilier sont renforcés par la comparaison entre les taux de capitalisation immobiliers et les taux d'intérêt sans risque à long terme. Cette comparaison peut sembler ridicule, mais elle ne l'est pas. L'immobilier est une classe d'actifs à part entière, et les investisseurs institutionnels comme les particuliers examinent de plus en plus l'immobilier par rapport aux actions, aux obligations et aux placements alternatifs. De toute évidence, l'immobilier est très différent des autres classes d'actifs pour un certain nombre de raisons : a) le bien peut être un actif physique ; b) les revenus fonciers sont régis par des contrats relativement longs (incontestablement au Royaume-Uni), et les loyers sont censés augmenter par le truchement de l'indexation (sur l'inflation à venir) ou de leur révision. Il s'agit là d'un facteur déterminant pour les investisseurs aujourd'hui ; c) l'offre de biens immobiliers est en quelque sorte régie par diverses autorités (permis de construire, réglementation fiscale).
- **La performance de l'immobilier**, aussi différent soit-il en tant qu'actif, est au final liée à celle des marchés de capitaux. La bonne nouvelle, c'est que nos économistes prévoient que les taux d'intérêt resteront peu élevés pendant une période prolongée, tout au moins en Europe continentale, au Royaume-Uni (compte tenu de la baisse des taux d'intérêt de la Banque d'Angleterre le 4 août), au Japon et dans d'autres régions développées d'Asie (y compris en Chine). Bien que la politique monétaire américaine diverge de celle d'autres régions, avec une hausse des taux d'intérêt anticipée d'ici à la fin de l'année, les taux resteront très bas en valeur absolue par la suite. Le mur de liquidités devra finir par être investi, même si les investisseurs placent provisoirement leur argent ailleurs. Des rendements immobiliers raisonnables assortis d'un endettement optimisé restent possibles ;

- Certains **marchés de l'immobilier** peuvent profiter des crises aux dépens d'autres marchés, ouvrant la voie à de nouvelles options d'investissement. C'est le cas des capitales d'Europe continentale (Francfort, Dublin, Paris, Luxembourg, etc.) par rapport à Londres ou de l'ensemble des marchés développés (États-Unis, Europe, Royaume-Uni compris, et pays développés d'Asie comme l'Australie) par rapport à certains marchés émergents spécifiques. Les propriétaires asiatiques en particulier devraient poursuivre leur expansion sur des marchés de l'immobilier commercial et résidentiel prometteurs, souvent à la faveur de réglementations officielles favorables (par exemple les règles du « Golden Visa » pour les investissements résidentiels en Europe du Sud, les règles fiscales concernant l'immobilier commercial)
- La volatilité des **actions immobilières (REIT)** est supérieure à celle des marchés de l'immobilier physique, du moins à court terme. Mais les marchés des REIT sont eux aussi régis par d'importants fondamentaux comme la valeur intrinsèque des biens immobiliers sous-jacents (par le biais des taux de capitalisation implicite) et par des facteurs externes comme la faiblesse des taux d'intérêt, les perspectives en matière d'inflation et la santé des marchés de capitaux. En conséquence, les rendements totaux des REIT ont tendance à refléter ceux des marchés directs, tout au moins à long terme. Le lendemain du vote en faveur du Brexit, les prix des actions immobilières ont chuté (de façon inégale) avant de rebondir rapidement par la suite. En Europe hors Royaume-Uni, en Asie et aux États-Unis, les pertes liées au Brexit signalées juste après le référendum ont été effacées depuis (au 6 septembre 2016) dans la mesure où les paramètres fondamentaux (comme les taux d'intérêt très bas) restent inchangés à ce stade.

**Notre stratégie d'investissement immobilier destinée aux investisseurs à long terme dont l'objectif de placement est axé sur la croissance et/ou le revenu est la suivante :**

- *Les investisseurs averse au risque pourront investir dans des actifs commerciaux et résidentiels refuges (« core ») ou haut de gamme en Europe continentale, même s'ils devront accepter des rendements relativement faibles (à un chiffre).* Malheureusement, les plus-values sont susceptibles d'être quasiment inexistantes dans les années à venir, avec des rendements bruts initiaux frisant les niveaux planchers. Les investissements peuvent être « classiques » et se concentrer sur l'acquisition d'actifs physiques. Bien que ces investissements ne soient pas liquides et qu'ils nécessitent souvent des capitaux importants, ils produisent un rendement en espèces (indexé) plus élevé que d'autres classes d'actifs comme

les obligations de qualité Investment Grade. En outre, les biens immobiliers physiques peuvent permettre aux propriétaires de faire face à un ralentissement du marché de l'immobilier dans le pire (bien que très improbable) des scénarios. Ces flux de revenus garantis seraient essentiels pour compenser les fluctuations (latentes) des valeurs en capital dans un tel scénario. Nous privilégions l'Europe continentale aux dépens des États-Unis dans la mesure où l'Amérique du Nord se situe à un stade plus avancé du cycle de l'immobilier, tandis que les investissements libellés en dollars US sont coûteux pour les investisseurs internationaux étant donné la vigueur du billet vert.

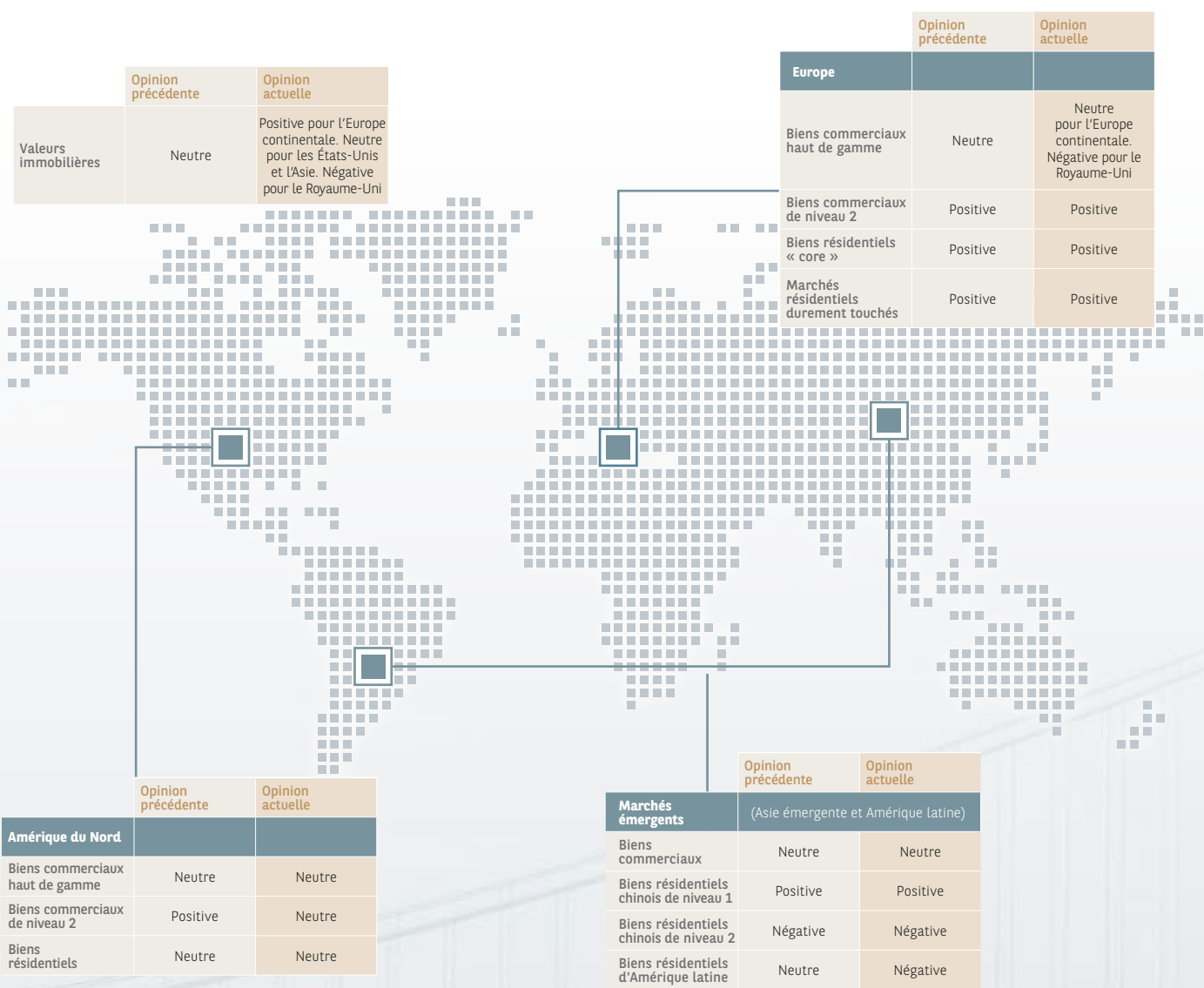
- *Les investisseurs qui ne sont pas hostiles à une prise de risque « raisonnable » disposent d'une autre option attrayante. Ils peuvent investir dans des fonds de capital-investissement spécialisés dans l'immobilier qui poursuivent une stratégie de valeur ajoutée dans le cadre de leurs investissements immobiliers sur les marchés « primaires » et « secondaires ».* Ajouter de la valeur signifie acquérir des biens immobiliers, les améliorer d'une façon ou d'une autre (travaux, meilleure gestion, résolution des contraintes en termes de capital, etc.) et les vendre dès qu'une plus-value significative se dégage. En outre, de la valeur peut également être créée en investissant dans des transactions (sur des participations dans d'autres fonds immobiliers) sur le marché secondaire assorties de décotes intéressantes. Dans la mesure où ces investissements s'apparentent à des transactions de Private Equity et sont illiquides, les rendements totaux devraient être à deux chiffres pour compenser tout risque supplémentaire assumé. Le périmètre d'investissement peut être étendu au Royaume-Uni dans la mesure où le Brexit finira par susciter de nouvelles opportunités d'investissement. Pour ne citer qu'un exemple, le cabinet new-yorkais Madison International Realty a contacté plusieurs fonds immobiliers de type ouvert qui avaient gelé les rachats afin de profiter de tout ralentissement de l'activité sur le marché britannique (source : Financial Times, 11 juillet 2016).

Pour plus de détail sur les tendances et les prévisions relatives aux marchés de l'immobilier commercial, l'immobilier coté et l'immobilier résidentiel mondial, demandez notre rapport complet à votre Banquier Privé ou téléchargez notre application Voice of Wealth, disponible sur l'App Store et Google Play.

**Pol Robert Tansens**

Responsable de la stratégie d'investissement immobilière  
BNP Paribas Wealth Management





	Opinion précédente	Opinion actuelle
Valeurs immobilières	Neutre	Positive pour l'Europe continentale. Neutre pour les États-Unis et l'Asie. Négative pour le Royaume-Uni

	Opinion précédente	Opinion actuelle
<b>Europe</b>		
Biens commerciaux haut de gamme	Neutre	Neutre pour l'Europe continentale. Négative pour le Royaume-Uni
Biens commerciaux de niveau 2	Positive	Positive
Biens résidentiels « core »	Positive	Positive
Marchés résidentiels durement touchés	Positive	Positive

	Opinion précédente	Opinion actuelle
<b>Amérique du Nord</b>		
Biens commerciaux haut de gamme	Neutre	Neutre
Biens commerciaux de niveau 2	Positive	Neutre
Biens résidentiels	Neutre	Neutre

	Opinion précédente	Opinion actuelle
<b>Marchés émergents</b>	(Asie émergente et Amérique latine)	
Biens commerciaux	Neutre	Neutre
Biens résidentiels chinois de niveau 1	Positive	Positive
Biens résidentiels chinois de niveau 2	Négative	Négative
Biens résidentiels d'Amérique latine	Neutre	Négative

# Notre stratégie immobilière en bref

## Europe

### Immobilier commercial

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

*Nous restons neutres sur les actifs haut de gamme, car nous estimons qu'ils peuvent continuer à jouer un rôle important au sein d'un processus d'allocation d'actifs stratégique.*

Ils ont sans conteste joué ce rôle ces dernières années malgré des niveaux de valorisation excessifs et un manque de produits (dans certaines capitales). L'allocation de pays européens aux investissements stratégiques peut être arbitraire et dépend des produits identifiés. Ainsi, nous ne préconisons pas la démarche d'investissement descendante dite « Top-down » qui consiste à d'abord examiner la situation globale de l'économie avant d'en décomposer les différents éléments et de sélectionner des actifs spécifiques. Il est plus pertinent à l'heure actuelle de trouver des offres de qualité à travers l'Europe (France, Allemagne, Europe méridionale, pays scandinaves).

Toutefois, les principaux marchés ont des normes de référence : ils doivent être stables et avoir une monnaie stable. De ce fait, le Royaume-Uni (et en particulier Londres) ne peut plus être, de manière générale, considéré comme un marché d'investissement de premier rang. Les volumes d'investissement ont chuté à la veille du vote sur le Brexit, tandis que la livre sterling s'est effondrée face au dollar et à l'euro suite à un référendum. Mais surtout, les valeurs en capital de l'immobilier de bureaux ont commencé à baisser en juillet. Bien que la corrélation entre les volumes d'investissement et les valeurs ne soit pas toujours claire (elle est parfois décalée par exemple), nous pensons que les investisseurs pourraient subir de nouvelles pertes au cours des prochains mois, peut-être à hauteur d'environ 10 % de la valeur globale des actifs immobiliers, ce qui aggraverait les pertes concernant les rendements sur fonds propres (suivant le niveau d'endettement). Nous pourrions donc nous trouver au début d'une phase de ralentissement.



*Comme toujours, les investisseurs « pionniers » pourraient rapidement déceler de nouvelles opportunités d'investissement au Royaume-Uni à des prix plus raisonnables (exprimés en livres sterling). C'est pourquoi le marché de l'immobilier britannique doit, pour l'heure, être davantage considéré comme un marché de type « value-added ».*

*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).*

#### Marchés immobiliers de second rang

Les marchés de l'immobilier sont segmentés en fonction de l'emplacement (capitales et villes régionales, différenciation des quartiers au sein des capitales) et de la qualité du produit (actifs de prestige par rapport aux biens remis en état et transformés par exemple). Les marchés de l'immobilier sont donc « hiérarchisés », les marchés dits de « premier rang » étant très chers et les marchés dits de « second rang » offrant un « potentiel de création de valeur ». Les marchés de second rang (« quasi haut de gamme » est peut-être une meilleure définition) restent intéressants à l'heure actuelle. Les gérants de fonds examinent l'univers d'investissement afin d'identifier les propriétaires désireux de vendre leur bien « off market » (sans faire appel à un agent immobilier). Ces opérations « off market » se caractérisent souvent par une moindre concurrence et peuvent aboutir à une vente « rapide » (pour les investisseurs/gérants disposant d'abondantes liquidités). Autrement, les investisseurs peuvent examiner les marchés locaux afin d'identifier les offres « présentes sur le marché », mais qui échappent au radar des investisseurs institutionnels (en raison de leur manque d'envergure par exemple). Quoi qu'il en soit, les gestionnaires d'investissement ne doivent jamais transiger sur les procédures de contrôle et d'analyse préalables aux transactions (souvent appelées « due diligence »), que les opportunités se trouvent au sein du marché ou en dehors.



L'accroissement de la valeur peut résulter de nombreuses actions (qui interviennent souvent simultanément) : amélioration physique des bâtiments avant leur revente, transformation des biens (bureaux peu attrayants transformés en loft par exemple), optimisation de la gestion des biens (choix de nouveaux locataires), injections de liquidités dans des actifs lourdement endettés, restructuration des véhicules qui regroupent les biens, etc. Bien qu'il soit préférable d'axer les investissements sur les moteurs de création de valeur permettant de dégager une plus-value à la revente, le revenu locatif peut également constituer une partie du rendement global.

À l'instar de notre positionnement sur les actifs haut de gamme, nous ne développons aucune approche « top-down ». Au contraire, une approche « bottom up » s'appuyant sur les compétences en matière d'exécution des opérations pour créer de la valeur est plus pertinente. *Par conséquent, le Royaume-Uni ne doit pas être exclu des stratégies d'investissement de type « value-added » (contrairement aux actifs haut de gamme). Les taux de rentabilité interne ciblés doivent être à deux chiffres pour compenser le risque additionnel encouru et ils devraient s'établir juste au-delà de la barre des 10 % dans la mesure où les décotes se réduisent.*

*Outre les investissements sur le marché physique global, les gestionnaires d'investissement peuvent également tenter d'acquérir des participations dans d'autres fonds immobiliers négociés (avec une décote) sur le marché secondaire.* Des transactions sont régulièrement effectuées par des investisseurs contraints d'adapter leur stratégie d'investissement ou qui souhaitent céder leurs participations dans des fonds immobiliers pour une raison quelconque (parfois à perte).

## Immobilier résidentiel

*Nous sommes positifs sur les principaux marchés européens du logement, même si les différences de prix de l'immobilier résidentiel en Europe se sont accentuées ces derniers mois.*

Plusieurs observations peuvent être faites. Tout d'abord, la relation entre la valeur des actifs immobiliers résidentiels et les volumes d'investissement a été ambiguë jusqu'ici. En **France**, les volumes d'investissement annuels étaient semblables fin avril 2016 aux niveaux affichés avant la crise, mais en substance, le rebond des prix a été modeste ou irrégulier (source : Notaires de France). La côte **belge** a fait l'objet d'une hausse des volumes de transaction atteignant jusqu'à 50 % au premier semestre, bien que les prix des appartements et des maisons soient restés stables (source : La Libre Belgique Immo, 18 août). En **Espagne**, les volumes annuels de transactions immobilières résidentielles ont augmenté de plus de 20 % au cours des 12 mois qui ont précédé la fin mars 2016, avant de céder 10,2 % au premier trimestre (source : Ministère du Développement). D'une manière générale, les prix accusent un retard sur les volumes, mais la question est de savoir combien de temps cela va durer.

Au **Royaume-Uni**, à l'instar de l'immobilier commercial, les prix de l'immobilier résidentiel ont été sous pression. Ce phénomène s'est clairement manifesté sur le marché de l'immobilier résidentiel haut de gamme, où les prix ont commencé à diminuer bien avant le référendum sur le Brexit. Au départ, les prix ont commencé à reculer en raison de la hausse des droits d'enregistrement en avril dernier. Nul ne sait encore quels seront les effets de cette mesure sur les marchés de l'immobilier résidentiel « abordable ». Les prix de l'immobilier résidentiel ont cédé 1 % en juillet après le vote en faveur d'une sortie de l'UE (enquête menée par Halifax, le plus grand organisme de prêts immobiliers au Royaume-Uni). Compte tenu de la faiblesse extrême des taux d'intérêt et de l'insuffisance de l'offre de logements à des prix raisonnables, nous n'anticipons aucun effondrement brutal du marché de l'immobilier résidentiel abordable à Londres. Mais les prix peuvent encore perdre quelques pourcents en 2017 (ou être bloqués au mieux).



*Par conséquent, nous pensons que les acquisitions effectuées dans les villes d'Europe continentale présentent un plus fort potentiel à l'heure actuelle (Benelux, France, Allemagne, etc.).*

Les investissements résidentiels constituent un coussin de sécurité tangible pour le patrimoine des investisseurs (que ce soit pour les propriétaires occupants ou pour les propriétaires qui louent). Et ce point doit être le premier argument en faveur de l'investissement. Néanmoins, il peut s'avérer difficile de dépasser les niveaux d'inflation (aussi faibles soient-ils à l'heure actuelle) au cours des prochains mois, les valeurs en capital étant un peu « rigides » dans un certain nombre de pays. Les conditions de financement attrayantes et sans égales que nous connaissons actuellement (mensualités de remboursement de prêts immobiliers abordables, options de refinancement) semblent être des moteurs fondamentaux de préservation de la valeur.

Il y a néanmoins des exceptions, certains marchés résidentiels ayant accumulé beaucoup plus de valeur ces dernières années que ce que l'inflation laissait entendre. En Suède, les prix réels de l'immobilier résidentiel ont dépassé l'inflation de 12,1 % au cours des 12 mois qui ont précédé le 31 mars 2016 (source : Global Property Guide GPG), et nous pensons que le rendement négatif des obligations souveraines à long terme a été un facteur « externe » remarquable pour la croissance (excessive) de ces prix à l'échelle nationale. De toute évidence, les marchés résidentiels en phase de reprise ont eux aussi dépassé l'inflation ces 2 dernières années (Espagne, Irlande), bien que ces pays aient été gravement touchés par l'effondrement des prix de l'immobilier résidentiel entre 2008 et 2010. Comme le dit le proverbe, on ne peut pas comparer des choux et des carottes.

*Par conséquent, nous restons positifs à l'égard des marchés immobiliers résidentiels européens sujets à une reprise (Espagne, Portugal, Pays-Bas, Irlande), à l'exception de la Grèce. Et nous alertons les investisseurs sur le fait que les plus fortes hausses des prix sont peut-être derrière nous (Irlande, éventuellement l'Espagne).*

## 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 sont restés considérables au second trimestre, le segment « Tous biens confondus » affichant un rendement absolu hors endettement de 10,64 % (source : NCREIF). Mais ces taux devraient se dégrader dans les prochains mois, comme on peut déjà l'observer à l'heure actuelle, les fonds de pension américains retirant de plus en plus leurs capitaux des grands fonds immobiliers de type ouvert du pays. À lui seul, le fonds JP Morgan Strategic Property a reçu des demandes représentant 1 milliard USD (888 millions EUR) jusqu'à présent cette année, et ce chiffre s'élève à 700 millions USD pour le fonds PRISA I, géré par PGIM Real Estate (source : IPE Real Estate, 24 août 2016). Tout nouveau resserrement de la politique monétaire de la Fed avant la fin de l'année serait synonyme de risque supplémentaire.

#### **Marchés de second rang**

*Nous modifions notre recommandation qui passe d'« acheter » à « neutre », car le mouvement de hausse des prix pourrait prendre fin. Pour les investisseurs étrangers, la vigueur du dollar US accroît le prix de l'immobilier local, ce qui constitue un handicap concurrentiel pour les États-Unis.*

### Immobilier résidentiel

*Nous sommes neutres à l'égard de l'immobilier résidentiel aux États-Unis,* bien que les derniers chiffres publiés par S&P Dow Jones témoignent d'une hausse annuelle toujours considérable des prix des logements en mai 2016, en particulier à Portland et à Seattle. Même si l'immobilier résidentiel se porte bien grâce aux taux d'intérêt relativement bas (inférieurs à 4 % pour les prêts immobiliers sur 30 ans), nous anticipons une baisse de la croissance des prix des logements dans un avenir proche. Notre scénario est comparable à celui que nous avons indiqué concernant l'immobilier commercial.



## Marchés émergents (Asie émergente et Amérique latine)

### Immobilier commercial

#### Biens immobiliers haut de gamme

*Nous restons neutres en ce qui concerne les investissements sélectifs dans les marchés émergents, tant en Asie qu'en Amérique latine.* Nous avons toujours considéré les possibilités de rendement supplémentaires comme étant le principal argument justifiant le fait d'investir à l'international. Les perspectives de meilleurs rendements peuvent être structurelles (développement des classes moyennes, développement économique, données démographiques favorables, etc.). Les opportunités peuvent également être de nature cyclique (possibilité de réaliser des opérations de « market timing »). Malheureusement, d'un point de vue européen/américain, la diversification dans les marchés émergents n'a pas toujours produit les rendements absolus anticipés compte tenu des risques pris. L'Amérique latine en est un bon exemple, avec une économie brésilienne en grande difficulté et des effets de change qui freinent les rendements immobiliers locaux. Le cercle vicieux de la dépréciation des monnaies (liées aux matières premières) semble néanmoins avoir pris fin, un certain nombre de devises émergentes s'étant même quelque peu appréciées ces derniers mois (face au dollar US et à l'euro). Dans la région Asie Pacifique, les volumes d'investissement ont reculé de 5 % l'an passé (source : Jones Lang LaSalle). En Chine, certains projets immobiliers n'ont pas produit les effets souhaités pour les investisseurs, tandis qu'en Inde les marchés de l'immobilier ont affiché des performances atones ces dernières années. Les loyers du centre-ville de Hong Kong pourraient encore céder 10 à 15 % cette année.

Bien entendu, nous reconnaissons que les moteurs qui sous-tendent la croissance du marché immobilier restent fondamentalement différents (plus porteurs) de ceux qui sous-tendent la croissance de l'immobilier dans les autres régions développées sur le plan économique, mais cela ne se traduira pas automatiquement par des rendements (nettement) plus élevés à ce stade. Un placement sur ces marchés comporte toujours un risque supplémentaire. De manière générale, les marchés de l'immobilier asiatiques et latino-américains souffrent d'une baisse des rendements en plus-value et d'un risque d'offre excédentaire. La croissance est régulière, mais en repli.

Certains marchés asiatiques « matures » ont enregistré de mauvais résultats, comme en témoigne Singapour où les loyers des bureaux ont chuté de 13 % au cours des 12 mois qui ont précédé la fin mars 2016 (source : Jones Lang LaSalle). D'autres pays, comme le Japon, ont retrouvé

les faveurs des investisseurs, poussant les prix à la hausse (notamment à Tokyo). Mais les investisseurs se demandent à présent si la politique dite Abenomics finira par ramener la croissance économique et l'inflation dans le pays de manière durable. Les rendements bruts initiaux affichés par l'immobilier commercial peuvent-ils chuter encore davantage à Tokyo ? Nous ne le pensons pas. L'Australie en revanche a enregistré de bons résultats au cours des 12 mois qui ont précédé la fin mars 2016, avec un bond de 13 % des loyers des bureaux (source : Jones Lang LaSalle). Mais les taux de croissance des loyers et des valeurs en capital devraient être moins ambitieux dans les mois à venir.

#### *Nous sommes neutres pour les investissements sélectifs.*

L'Asie et l'Amérique latine sont de vastes continents extrêmement différenciés sur le plan immobilier, autrement dit très semblables à l'Europe. En conséquence, il est conseillé aux investisseurs de se renseigner auprès de gérants/d'analystes de fonds expérimentés afin d'examiner les marchés locaux et d'identifier les opportunités d'investissement, les rendements absolus dépassant légèrement ceux enregistrés par des placements analogues en Europe et en Amérique du Nord. Bien évidemment, les compétences en matière d'exécution des opérations et les procédures de contrôle préalable sont également importantes dans cette partie du monde.

### Immobilier résidentiel

#### Biens situés dans les villes chinoises de premier rang

*Nous restons positifs à l'égard des biens situés dans les villes chinoises de premier rang.* En juin 2016, les prix des nouveaux logements chinois ont continué de flamber en glissement mensuel. Les points névralgiques sont Shenzhen, Xiamen, Nanjing, Shanghai et Pékin. Cependant dans l'ensemble, l'immobilier résidentiel chinois est un marché à deux niveaux : les marchés de deuxième et troisième rangs ont encore perdu de la valeur sur la même période. C'est pourquoi nous recommandons d'investir uniquement dans les marchés immobiliers haut de gamme.

***Nous modifions notre recommandation de « neutre » à « vendre » concernant l'immobilier résidentiel d'Amérique latine, et notamment au Brésil.*** Au pays de la samba, les investisseurs dans l'immobilier résidentiel n'ont pas été protégés contre la forte inflation ces derniers mois, perdant près de 9 % en valeur réelle durant l'exercice clos le 30 juin 2016 (source : indice FipeZap). En outre, les prix nominaux de l'immobilier résidentiel devraient également diminuer dans les prochains mois compte tenu des difficiles conditions économiques (et politiques) dans ce pays. Les mouvements de change à travers l'Amérique latine continuent de présenter un risque pour les investisseurs étrangers, malgré la légère appréciation observée ces derniers mois (par ex. +27 % le 3 août 2016 pour le réal brésilien par rapport à des niveaux planchers historiques, source : Bloomberg).



## Immobilier coté

Il est indubitable que les REIT ont offert aux investisseurs internationaux une excellente possibilité d'accéder aux marchés de l'immobilier en général et de profiter de rendements absolus annuels attrayants (+6 % pour l'immobilier mondial coté au cours des 10 ans qui ont précédé la fin août 2016, source : EPRA).

Les actions immobilières affichent une volatilité plus élevée que celle du marché de l'immobilier direct. Les REIT britanniques ont chuté de 14 % (en livres sterling) le 24 juin 2016, au lendemain du référendum, un véritable coup de semonce pour de nombreux investisseurs. Une baisse anticipée des valeurs immobilières peut rapidement se traduire dans le prix des actions des REIT liquides. Cela étant, dans d'autres régions (Europe continentale, Amérique du Nord, etc.), les REIT ont réagi de manière moins agressive ce jour-là.

Les prix des actions des REIT se sont redressés depuis, affichant des rendements absolus raisonnables en juillet et en août 2016 (par exemple, +6,25 % pour l'indice FTSE EPRA/NAREIT Eurozone durant le trimestre clos le 8 septembre, source : EPRA). C'est en quelque sorte logique dans la mesure où les moteurs favorables aux REIT n'ont pas disparu : taux d'intérêt zéro et spread subséquent de 300 pb avec rendements bruts moyens du dividende. Les REIT britanniques ont été la seule exception de ce mouvement de reprise compte tenu de l'évolution des marchés utilisateurs locaux (-11,85 % pour l'indice FTSE EPRA/NAREIT UK en livres sterling au cours de la même période, source : EPRA).

***Nous maintenons notre recommandation favorable en ce qui concerne les REIT d'Europe continentale, aussi étonnant que cela puisse paraître. La politique monétaire reste un moteur fondamental. Notre attitude est désormais négative à l'égard des REIT britanniques dans la mesure où les prix des actions sont susceptibles de chuter à nouveau compte tenu des pertes anticipées sur les valeurs en capital. Nous conservons notre opinion neutre à l'égard des REIT américains et asiatiques.*** En Amérique du Nord, les observateurs s'attendent à ce que la Fed relève ses taux directeurs une fois cette année et à deux reprises l'an prochain. De leur côté, les REIT asiatiques (REIT japonais compris) pourraient ne pas surperformer en raison de la baisse des plus-values anticipée sur deux marchés utilisateurs.

## Avertissement

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2,492,925,268 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 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 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 (2016). Tous droits réservés.

- © SoumenNath / Thinkstock
- © Fotofeeling / Westend61 / GraphicObsession
- © John Harper / GO Premium / GraphicObsession
- © Artifacts Images / Cultura / GraphicObsession
- © Holger Spiering / Westend61 / GraphicObsession
- © Johan Alp / Etsabild / GraphicObsession
- © pinkypills / Corbis / GraphicObsession
- © Jeremy Woodhouse / Blend Images / GraphicObsession
- © Mitch Diamond / 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)

**Director of Publication:**

Claire Roborel de Climens

Responsable investissements 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