

LES INVESTISSEURS  
DANS L'IMMOBILIER  
DEVRAIENT-ILS  
RECHERCHER  
UN RETOUR  
SUR INVESTISSEMENT  
SUPÉRIEUR À LA MOYENNE  
DU SECTEUR ?

---



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

La banque  
d'un monde  
qui change



# NOTRE STRATÉGIE IMMOBILIÈRE GLOBALE



Une compression importante des rendements initiaux bruts au cours des cinq dernières années, combinée à la perspective d'une hausse des taux d'intérêt, jette une vague d'incertitude sur les marchés immobiliers, tant commerciaux que résidentiels. Toutefois, de nombreux marchés immobiliers se sont remarquablement bien comportés en 2017. Même si des facteurs clés, comme les taux d'intérêt, ont introduit une certaine ambiguïté dans l'univers immobilier en 2017, de nombreux marchés commerciaux et résidentiels ont connu une nouvelle année stable (ou solide) en 2017.

---

## LA PERFORMANCE IMMOBILIÈRE A ÉGALÉ OU SURPASSÉ NOS ATTENTES DANS LA PLUPART DES SECTEURS IMMOBILIERS

---

---

# MOTEURS DE PERFORMANCE IMMOBILIÈRE EN 2017

---

## TAUX D'INTÉRÊT

**Les taux d'intérêt ont continué de soutenir les marchés immobiliers, ce qui a surpris autant qu'inquiété les observateurs.** Le tableau 1 montre que les rendements des Emprunts d'État à 10 ans ont à peine changé au cours de la période de trois mois allant jusqu'au 2 février 2018. En fait, les économies matures demeurent dans un environnement de taux d'intérêt bas, à l'exception des États-Unis. De toute évidence, les taux d'intérêt nominaux à long terme sont plus élevés sur les marchés émergents, par exemple en Turquie ou au Brésil.



**Aux États-Unis,** le Comité monétaire (« Federal Open Market Committee ») a relevé le « taux des fonds fédéraux » à trois reprises en 2017, soit d'un quart de point à chaque fois, pour le porter à 1,5 % le 13 décembre. La Fed a rehaussé son taux directeur à 1,25 % le 14 juin, deux mois seulement après l'avoir relevé à 1 % en mars. Les obligations d'État américaines à dix ans avaient un rendement de 2,78 % au 2 février 2018 (source: TradingEconomics), ce qui reste raisonnable en termes absolus d'un point de vue historique, mais représente 45 points de base de plus qu'à la fin de 2017.

**En Europe,** les taux d'intérêt à court et à long terme étaient (et sont toujours) très bas. Le 14 décembre 2017, le Conseil des gouverneurs de la Banque centrale européenne (BCE) a décidé de maintenir inchangé le principal taux directeur à 0 %, (source: BCE).

Même si les taux d'intérêt à court terme sont fixés et modifiés par les banques centrales plutôt que par les "marchés", il est intéressant de noter que les taux nominaux à 10 ans fixés par le marché sont restés modestes. Dans une certaine mesure, les marchés des capitaux ont été faussés par ces taux très bas, avec des liquidités substantielles canalisées vers différentes catégories d'actifs, y compris l'immobilier.

---

C'EST POURQUOI NOUS PENSONS QUE LES TAUX DE CAPITALISATION ONT ÉTÉ DÉTERMINÉS PAR LA LIQUIDITÉ (À CAUSE DE LA POLITIQUE ACCOMMODANTE) PLUTÔT QUE PAR LES FONDAMENTAUX DE L'IMMOBILIER DANS LE PASSÉ.

---

Tableau 1 : Taux d'intérêt nominaux longs (au 2 février 2018)

Taux d'intérêt nominaux des obligations d'États à 10 ans			
Principaux pays	2 févr. 2018	5 oct. 2017	Variation (bp)
Japon	0,09	0,05	4
Suisse	0,12	-0,01	13
Allemagne	0,74	0,44	30
Espagne	1,43	1,75	-32
Royaume-Uni	1,53	1,27	26
Italie	1,95	2,17	-22
Portugal	1,97	2,41	-44
Hong Kong	2,08	1,72	36
Singapour	2,27	2,13	14
Canada	2,37	2,12	25
United States	2,78	2,33	45
Australia	2,83	2,78	5
Grèce	3,71	5,6	-189
Chine	3,93	3,65	28
Pérou	4,37	4,87	-50
Indonésie	6,22	6,51	-29
Colombie	6,38	6,49	-11
Russie	7,22	7,59	-37
Brésil	9,68	9,77	-9
Turquie	11,35	10,74	61

Source : TradingEconomics, 2 février 2018

\*Rendements annualisés classés par ordre croissant

Plus important encore, les taux réels à long terme - ajustés à l'inflation - ont oscillé entre 0 % et -1 % en 2017, soit un niveau tout à fait négatif. Le Royaume-Uni en est un bon exemple. L'inflation annuelle globale a atteint 3 % en décembre 2017, poussant les taux d'intérêt réels à 10 ans à devenir fortement négatifs (-1,5 %, source: TradingEconomics).

**En fait, les taux réels importent davantage aux investisseurs immobiliers. Les investisseurs immobiliers peuvent "digérer" les taux d'intérêt nominaux parce que, dans la plupart des pays, les loyers nets sont soit indexés (partiellement) sur l'inflation fondamentale, soit sujets à des révisions locatives à la hausse pour se protéger contre l'inflation.**

# INFLUENCE DES DEVISES SUR LES RENDEMENTS IMMOBILIERS

Les évolutions des devises sont plus difficiles à prévoir que celles des taux d'intérêt. Contre toute attente, le dollar américain a chuté d'environ 14 % par rapport à l'euro en 2017. Il est évident que cette dépréciation a absorbé une partie du rendement total des investisseurs libellés en euros qui possèdent des biens immobiliers en Amérique du Nord. Le graphique 1 montre que le billet vert a baissé non seulement par rapport à l'euro, mais aussi par rapport à la plupart des autres devises l'année dernière, quoique dans une moindre mesure.

Graphique 1 : évolution des devises par rapport à l'USD en 2017 (au 11 janvier 2018)



Source : Thomson Reuters Datastream, 8 janvier 2018

Les économies de la zone euro ont si bien performé en 2017 que certains analystes ont inventé le terme "euroboom". Pour l'ensemble de l'année 2017, le PIB a progressé de 2,5 %, sa meilleure performance depuis une décennie (source: TradingEconomics, 14 février 2018). L'euro s'est apprécié cette année et s'échange au-dessus de 1,20 dollar depuis la mi-janvier.

# VALORISATION DE L'IMMOBILIER PROFESSIONNEL AU SEIN DES MARCHES DE L'IMMOBILIER COMMERCIAL



**La baisse des taux de capitalisation dans toutes les zones géographiques est pratiquement terminée.** Les rendements initiaux nets ont convergé vers un maigre 3-4 % en moyenne. Comme nous l'avons déjà mentionné, les prix ont été renforcés l'an dernier si nous comparons les rendements immobiliers aux obligations à long terme de type « Investment Grade ».

**Nous assumons que de nombreux marchés immobiliers commerciaux convergent lentement vers un équilibre entre l'offre et la demande, ce qui se traduit par une baisse des taux de vacance et une légère hausse des loyers.**

Il existe quelques exceptions à la loi des rendements immobiliers stables, comme les différents marchés de la logistique (impact du commerce électronique) et quelques pays spécifiques qui se sont redressés ou qui ont très bien performé (par exemple l'Espagne et l'Allemagne en Europe).

**Les entrepôts de logistiques européens** ont continué d'enregistrer de très bonnes performances en 2017, soutenus par un environnement macro-économique favorable. Par exemple, la vente d'importants portefeuilles en Allemagne (Hansteen et Logicor) a contribué à des volumes d'investissement records sur le marché domestique au cours du premier semestre 2017. En effet, Hansteen Holdings, une société d'investissement immobilier britannique, a finalisé en juin 2017, la vente de ses portefeuilles allemands et néerlandais à des fonds conseillés par des sociétés affiliées à Blackstone et M7 Real Estate pour un montant de 1,28 milliard d'euros. Dans certaines régions d'Allemagne et du Royaume-Uni, les rendements de référence des actifs logistiques européens continuent à diminuer pour passer sous la barre des 5 % (source: BNP Paribas Real Estate, European Logistics Markets, septembre 2017).

**Aux États-Unis,** l'immobilier commercial a continué de dégager des rendements totaux solides (sans effet de levier) malgré la hausse des taux d'intérêt nominaux. Le rendement total pour 2017 - porté par un mélange de bureaux, de commerces, d'industries, d'hôtels et d'appartements - a été légèrement inférieur à 7 %, soit un peu au-dessus de nos attentes. Le ratio prêt/valeur (« loan-to-value ») moyen était de 41 % et le taux d'intérêt moyen payé était inférieur à 4 % (source: Conseil National des Fiduciaires de Placement Immobilier NCREIF, 25 janvier 2018).

# ET LE BREXIT?

**La question clé est de savoir si les rendements totaux (sans effet de levier) ont été touchés en 2017.** Selon CB Richard Ellis, l'immobilier commercial s'est relativement bien comporté, les mises en chantier demeurant limitées.

L'année dernière s'est terminée sur une bonne note, portant les rendements annuels totaux - avant effet de levier - à 11,8 % en moyenne (en livres sterling), soit leur meilleure performance depuis 2014 et leur deuxième meilleure en 18 ans.

L'immobilier logistique a surperformé tous les autres grands secteurs, avec un rendement total de 21 % en 2017. De plus, les rendements des secteurs des bureaux et des surfaces commerciales en 2017 se chiffrent respectivement à 9,8 % et 8,6 %. En effet, les rendements « Retail » ont été plus modestes mais toujours supérieurs à la moyenne à long terme (source: CBRE United Kingdom Monthly Index, décembre 2017).

Brexit, ou pas, là est la question. **Les investisseurs de Hong Kong ne sont pas dissuadés. Le marché de l'immobilier commercial londonien a principalement bénéficié aux investisseurs basés à Hong Kong,** qui ont conclu deux des plus importantes transactions immobilières jamais réalisées au Royaume-Uni. En mars 2017, CC Land Holdings a acheté le bâtiment Leadenhall, un gratte-ciel de la ville de Londres, connu sous le nom de "Cheesegrater", pour un montant de 1,15 milliard de livres sterling.

En juillet, LKK Health Products Group a payé 1,28 milliard de livres sterling pour une autre tour londonienne, située au 20 Fenchurch Street, surnommée le "Walkie-Talkie". D'autres exemples comprennent le groupe Cheung Kei, qui a payé 410 millions de livres sterling pour le 20 Canada Square à Canary Wharf, et Tenacity Group, qui a acquis le 70 Gresham Street pour 271 millions de livres sterling.

Logiquement, l'année 2017 a été caractérisée par une certaine nervosité sur les marchés de l'immobilier commercial britannique. Un investisseur immobilier commercial sur trois (33 %) a laissé entendre que l'Allemagne était devenue sa région préférée pour les investissements (source: BrickVest, Baromètre d'investissement immobilier commercial, novembre 2017): "C'est la première fois que l'Allemagne a été choisie comme la première région où investir, devant le Royaume-Uni, sélectionné par un quart des personnes interrogées (27 %)".





## "CO-WORKING" ET FLEXIBILITE EN HAUSSE

Le co-working (ou co-travail) est un phénomène nouveau dont le principe est de partager un lieu de travail, souvent un bureau, mais à la différence d'un bureau classique, les collaborateurs ne sont généralement pas employés par la même organisation. **Cette façon de travailler est en augmentation presque partout dans le monde.** Au Royaume-Uni, par exemple, Blackstone, Carlyle et British Land (une Société d'Investissement Immobilier Cotée, soit SIIC - ou REIT en anglais - au Royaume-Uni) ont pris le train du co-working en marche. (source: IPE, 16 juin 2017).

Le groupe Carlyle a investi dans le marché du co-working de Londres en acquérant et exploitant trois immeubles. L'an dernier, la société spécialisée dans le capital-investissement a acheté une plateforme de co-working gérée par le groupe Adir, incluant l'activité opérationnelle et une plateforme de co-travail de 18 000 pieds carrés (ou 1672 m<sup>2</sup>) à Islington. Blackstone a acquis le « Office Group » dans le cadre d'un accord qui valorise le spécialiste des espaces de travail flexibles à 500 millions de livres sterling. Le Office Group est l'une des entreprises pionnières sur le marché londonien des bureaux flexibles et du co-working. Entre-temps, British Land a lancé Storey, un opérateur de bureaux flexibles destinés aux petites entreprises (source: IPE).

# PRIX DE L'IMMOBILIER SUR LES MARCHÉS IMMOBILIERS DU LOGEMENT

Les principaux marchés européens du logement se sont renforcés au cours des cinq dernières années grâce à la baisse constante des taux d'intérêt nominaux et réels, ce qui a incité les investisseurs à acheter des biens immobiliers tangibles. Dans le même temps, plusieurs marchés immobiliers qui avaient été gravement affectés par les crises du crédit et de l'immobilier en 2007/2010 (en Espagne, en Irlande et, dans une moindre mesure, aux Pays-Bas), se sont bien rétablis ces dernières années.

**Les principaux marchés secondaires résidentiels français, qui ont mieux résisté en 2017 qu'au cours de l'année précédente, sont un exemple d'un marché principal du logement.** En effet, les niveaux de transactions ont augmenté de 10 % l'an dernier, et les prix immobiliers à Paris ont progressé de 5,8 % (source: MeilleursAgents.com). Encore une fois, la ville de Bordeaux, enregistre une hausse annuelle des prix record de 16,5 %!

L'Islande est un exemple classique de la façon dont le marché immobilier d'un pays a été paralysé par la crise du crédit pendant plusieurs années avant de rebondir. La croissance des prix dans la capitale islandaise a été massive au cours de la période de 12 mois se terminant en septembre 2017. Les prix de Reykjavik ont grimpé de 20,4 % en termes nominaux (source: Knight Frank Global House Price Index, décembre 2017).

Néanmoins, une certaine incertitude régnait sur les marchés immobiliers européens à la fin de l'année dernière, avec le financement hypothécaire qui devait se resserrer suite à la légère hausse des taux d'intérêt nominaux.

Compte tenu des ratios de valorisation élevés qui dominent un certain nombre de marchés immobiliers (France, Allemagne, Suisse, etc.), nous pensons que les nouveaux investisseurs dans l'immobilier locatif ont commencé à adopter une attitude plus prudente au second semestre 2017.

Les rendements locatifs ont été plutôt faibles (inférieurs à 4 %), après déduction des coûts d'exploitation.

Le Royaume-Uni (en particulier Londres) est un cas spécifique.

Les marchés de l'immobilier résidentiel de luxe ont connu des temps difficiles au cours des trois dernières années, ce qui a entraîné une baisse des valeurs. Au milieu de l'année 2017, des baisses annuelles de prix de 7 % ont été enregistrées (selon la fourchette de prix d'acquisition et le secteur). Cependant, les prix moyens n'ont diminué que de 0,7 % en décembre dernier sur une base annuelle, ce qui suggère que le marché de luxe pourrait repartir à la hausse. Comme nous l'avons mentionné dans notre rapport précédent (publié en octobre 2017), le marché doit s'adapter à des coûts de transaction plus élevés. **Le Brexit n'est donc pas le seul « mal » responsable de la morosité des marchés du logement de luxe** (source: Knight Frank, Prime Central London Sales Index, décembre 2017). De plus, l'impact de la ligne Elizabeth (Crossrail), nommée en l'honneur de la reine Elizabeth II, dans les quartiers résidentiels centraux de la capitale est important.

Aux États-Unis, les prix des logements sont restés stables en 2017, avec de bons résultats. En tout état de cause, la plupart des marchés a encore progressé en valeur (6,4 % en moyenne, 12,7 % à Seattle), et a mieux performé que prévu (source: indices S&P Dow, 30 janvier 2018).

Pour ce qui est de l'Asie, **les marchés du logement sont fragmentés et coûteux en termes absolus.** Comme prévu, le marché du logement à Shanghai a continué de se contracter au 4T17 en raison d'une offre limitée et de conditions de prêts difficiles (source: Jones Lang LaSalle Asie). En effet, le marché du logement abordable et le segment du luxe ont chuté de 47 % et de 80 % respectivement sur une base annuelle. Les acheteurs sont devenus beaucoup plus rationnels au cours des derniers mois (un contraste frappant par rapport à la frénésie d'achat des années précédentes). On pourrait dire que les prix des maisons sont restés divergents en Chine, tant pour les maisons neuves que pour les maisons existantes. En décembre dernier, les prix des logements dans plusieurs villes de niveau 1 comme Pékin, Shenzhen, Shanghai et Guangzhou, ont légèrement baissé, tandis que les prix résidentiels dans les villes de deuxième et troisième rang ont augmenté d'environ 0,5 % sur un mois (en rythme mensuel, source: National Bureau of Statistics of China, Janvier 2018). **Au fur et à mesure que la réglementation du logement dans les grandes villes se durcit, les acheteurs potentiels commencent à envisager des opportunités dans les villes de taille moyennes.**



Les marchés du logement en Australie ont longtemps été isolés des pays asiatiques sur le plan de la performance.

Néanmoins, ils pourraient subir une correction dans les mois à venir (source: Jones Lang LaSalle Asie). Les marchés résidentiels de Singapour ont commencé à rebondir en 2017, mais pas de manière significative. Le marché immobilier de Taipei est resté dans le marasme l'an dernier: « Les baisses de prix restent la clé de voûte des transactions immobilières résidentielles et commerciales » (source: Cushman & Wakefield).

**Quel contraste avec la Nouvelle-Zélande! En effet, les prix des logements ont affiché certaines des plus fortes hausses en Asie-Pacifique depuis le début de la décennie, mais les efforts des autorités pour maîtriser les prix semblent gagner du terrain.** À la fin de l'année dernière, le taux de croissance des prix des logements en Nouvelle-Zélande était environ deux fois moins élevé qu' à la fin de 2016, bien que certaines régions enregistrent encore des prix records. Les derniers chiffres du Real Estate Institute of New Zealand (REINZ, 18 janvier 2018) montrent que le prix de vente médian national a augmenté de 5,8 % en 2017. En comparaison, le taux de croissance annuel était de 11 % un an plus tôt. Les politiques mises en place par le nouveau gouvernement pourraient modérer davantage les gains. Il s'agit notamment d'un régime fiscal plus onéreux pour les investisseurs de biens immobiliers résidentiels. Les volumes ont chuté de plus de 10 % en 2017.

Dans le même temps,

les affaires ont continué comme d'habitude à Hong Kong. La ville a obtenu les prix immobiliers les plus élevés au monde!

Même si de nombreux observateurs du marché ne comprennent plus comment et pourquoi les prix peuvent rester si élevés aussi longtemps, il est assez évident que Hong Kong est un cas classique de faible offre et de forte demande (notamment parmi les investisseurs de Chine continentale). En outre, une grande partie des recettes fiscales perçues par les autorités de Hong Kong provient de la vente de terrains (aux promoteurs).

# VALORISATION DES ACTIFS IMMOBILIERS, MODIFICATION DES RÈGLES DE PRÊT ET IMPLICATIONS FISCALES

Le gouvernement britannique a annoncé une nouvelle loi fiscale dans sa déclaration budgétaire publiée en novembre 2017, qui a élargi le champ d'application de l'impôt britannique sur les plus-values, prélevé sur les non-résidents, à tous les biens immobiliers du Royaume-Uni.

Ceci implique non seulement les biens immobiliers résidentiels, mais aussi les actifs en immobilier professionnel.

Cela pourrait avoir des conséquences pour les Family Offices. Les discussions sur cette question devaient se terminer le 18 février 2018 et un projet de loi devrait être publié cet été. Les mesures seront incluses dans le projet de loi de finances 2019 et prendront effet en avril 2019.

Le 1er janvier 2018, l'Impôt Sur la Fortune français (ou l'ISF, qui est calculé sur la base de l'ensemble des actifs détenus par le ménage, tels que définis fiscalement, lorsque la fortune nette dépasse un seuil de 1,3 millions d'euros) - a été remplacé par un nouvel Impôt sur la Fortune Immobilière (IFI). Il sera calculé uniquement sur les biens immobiliers détenus par le contribuable si la valeur de l'actif net immobilier du ménage est supérieure à 1,3 million d'euros.

La nouvelle réglementation danoise sur les prêts, entrée en vigueur le 1er janvier 2018, pourrait avoir un effet modérateur sur les prix des logements en 2018.

La loi stipule que si un prêt dépasse 60 % de la valeur de la maison et que la dette totale du ménage est plus de quatre fois son revenu annuel, il y aura des restrictions de prêt. En Suède et en Norvège, pays voisins, les prix des logements ont commencé à reculer en 2017, lorsque les autorités ont introduit des règles plus strictes en termes de prêts.

En Flandre (Belgique), les droits d'enregistrement devraient être abaissés à 7 % à la mi-2018 (contre 10 % précédemment), ce qui pourrait avoir un effet positif sur le marché local du logement. Néanmoins, Fitch, une agence de notation de crédit, met en garde contre la surchauffe des prix de l'immobilier en Belgique en général. L'année dernière, la hausse des prix des logements a fait grimper le ratio de l'endettement des ménages par rapport au revenu, ratio qui est passé à 104 %, soit un niveau très élevé par rapport à la moyenne de la zone euro. Alors que la croissance globale des prêts aux ménages a progressé, passant de 2,0 % annuellement à fin 2014 à environ 5,0 % au cours de la même période. Dans le même temps, l'avoir net des ménages belges est restée très forte, avec un patrimoine financier net d'environ 1.000 milliards d'euros (environ 246 % du PIB) au 2T17, soit le plus élevé de la zone euro (source: Fitch, 1er décembre 2017).

Aux États-Unis, les propriétaires de maisons à l'échelle nationale se sont précipités en décembre dernier pour payer d'avance leur impôt foncier pour 2018 avant que la nouvelle loi fiscale n'entre en vigueur le 1er janvier 2018. La loi a effectivement augmenté la taxe sur les maisons haut de gamme. La nouvelle législation plafonne à USD 10 000 le montant des impôts fédéraux et locaux que les contribuables peuvent déduire de leur facture fiscale fédérale.



# DES INVESTISSEURS TOUJOURS SEDUITS PAR LE SECTEUR COTE

La combinaison de la baisse des rendements obligataires à long terme et de la baisse des taux de capitalisation immobilière a rendu les REIT très populaires ces dernières années. En dépit d'une volatilité occasionnelle (certainement due à la hausse prévue des taux d'intérêt) l'an dernier, le rendement des REIT est passé de -5 % au Japon à plus de 38 % à Hong Kong, et de nombreux marchés des REIT ont affiché un rendement total à deux chiffres. L'Amérique du Nord était une exception plausible, compte tenu de la politique monétaire moins accommodante mise en œuvre par la Fed.

Les rendements à deux chiffres (en monnaie locale) sur des marchés comme l'Europe ont dépassé nos propres prévisions.

Nous aurions été plus que satisfaits d'un rendement total composé uniquement de dividendes bruts. En fait, c'était le cas aux États-Unis. Le bon rendement global des REIT du Royaume-Uni est surprenant compte tenu des sombres perspectives pour le marché des bureaux de Londres en 2018. D'autre part, le « loan-to-value » des REIT britanniques est aujourd'hui très raisonnable, avoisinant les 30 % en décembre 2017 (contre 38,5 % pour l'Europe continentale, source: European Public Real Estate Association EPRA).

À Singapour, les fondamentaux sont plus solides, en particulier dans le secteur résidentiel, où l'offre s'est rétrécie et où les prix sont devenus plus abordables au cours des deux dernières années. Les REIT de Hong Kong ont généré un rendement de +38 % et offrent aujourd'hui une bonne alternative à la Chine continentale.

Tableau 2 : Performance annuelle des REITs en 2017 (en monnaie locale)

Indice (au 3 janvier 2018)	Devise	1 mois	1 an	3 ans*	5 ans*
FTSE EPRA/NAREIT Hong Kong	HKD	3,34	38,10	8,73	5,54
FTSE EPRA/NAREIT Singapour	SGD	3,68	33,11	9,48	5,79
FTSE EPRA/NAREIT Allemagne	EUR	4,23	30,42	19,43	19,35
FTSE EPRA/NAREIT Europe ex UK	EUR	3,87	17,31	13,12	13,27
FTSE EPRA/NAREIT Asie	USD	2,46	16,55	4,70	3,55
FTSE EPRA/NAREIT France	EUR	6,74	16,19	10,90	10,36
FTSE EPRA/NAREIT Europe	EUR	4,79	14,47	8,83	12,18
FTSE EPRA/NAREIT UK	GBP	8,35	13,59	4,71	11,08
FTSE EPRA/NAREIT Belgique	EUR	2,84	9,48	10,74	12,24
FTSE EPRA/NAREIT Amérique du Nord	USD	-0,51	3,78	4,17	8,03
FTSE EPRA/NAREIT Japon	JPY	0,03	-4,95	-3,24	7,19

Source : Datastream, 3 janvier 2018

\*Rendements annualisés en monnaie locale

L'Europe continentale en général, l'Allemagne et le Royaume-Uni (la liste n'est pas exhaustive) ont produit des rendements attrayants de plus de 10 % en devise locale sur les cinq années allant jusqu'au 3 janvier 2018. De plus, l'Amérique du Nord a généré un rendement total de 8 % sur la même période.

Cela dit, nous sommes préoccupés par le manque de potentiel des REIT britanniques en général.

En fait, les REIT britanniques ont vendu des actifs et les investisseurs étrangers en ont acheté ces derniers mois. En juillet 2017, British Land a annoncé qu'elle distribuait 300 millions de livres sterling aux actionnaires par le biais d'un programme de rachat d'actions au cours de son exercice comptable. En d'autres termes, 156 millions de livres sterling sur un total de 300 millions de livres sterling engagés avaient déjà été versés au 30 septembre 2017 (source: British Land). Le deuxième plus grand REIT du Royaume-Uni est d'avis qu'il y a moins de possibilités attrayantes sur le marché des bureaux aujourd'hui, de sorte que ses propres actions (ayant une décote par rapport à l'actif net révalué) offrent une meilleure valeur que les acquisitions futures d'actifs. En février, Great Portland Estates a vendu Rathbone Square au fonds allemand Deka pour un montant de 435 millions de livres sterling et a versé un dividende exceptionnel de 110 millions de livres sterling aux actionnaires le 31 mai 2017 (source: Great Portland Estates). Cela contraste nettement avec le fait que les investisseurs privés déclarent des transactions très médiatisées (comme la tour "Walkie-Talkie").

**Pour rappel, les REIT sont des sociétés foncières qui ont opté pour un statut fiscal spécifique. Ils sont donc exonérés de l'impôt sur les sociétés dès lors qu'ils remplissent un certain nombre de conditions, telles que le versement de l'essentiel du bénéfice net sous forme de dividendes.** Par conséquent, les REIT sont communément appelés "distributeurs de dividendes" (les investisseurs individuels sont assujettis à un impôt sur les dividendes). De plus, les dividendes comptabilisés par les REIT sont attrayants comparativement aux revenus en espèces tirés d'obligations de première qualité, par exemple. Ils constituent un facteur important pour la valorisation des REIT.



# QUE POUVONS-NOUS ESPERER POUR L'AVENIR?

## RENDEMENT TOTAL DES ACTIFS HORS ENDETTEMENT

Nous présumons que la période des rendements immobiliers totaux élevés - avant l'effet de levier - est révolue, mais qu'il n'y aura pas de forte correction des prix. C'est certainement vrai pour les principaux marchés mondiaux de l'immobilier commercial. D'autre part, les investisseurs ne devraient pas craindre une nouvelle vague de volatilité observée sur d'autres marchés plus "financiers" (comme sur les marchés des obligations et actions, constatée le 6 février 2018). Les marchés de l'immobilier professionnel ne se comportent pas de la même manière.

Quoi qu'il en soit, le resserrement de la politique monétaire se profile à l'horizon. Aux États-Unis, nos économistes prévoient quatre nouvelles hausses de taux de 25 points de base chacune en 2018 (et aucune en 2019), ce qui porterait le taux directeur de la Fed à 2,50 % avant la fin de l'année.

**BNP Paribas Wealth Management prévoit que le rendement des obligations souveraines à 10 ans atteindra 3,25 % en 12 mois.**

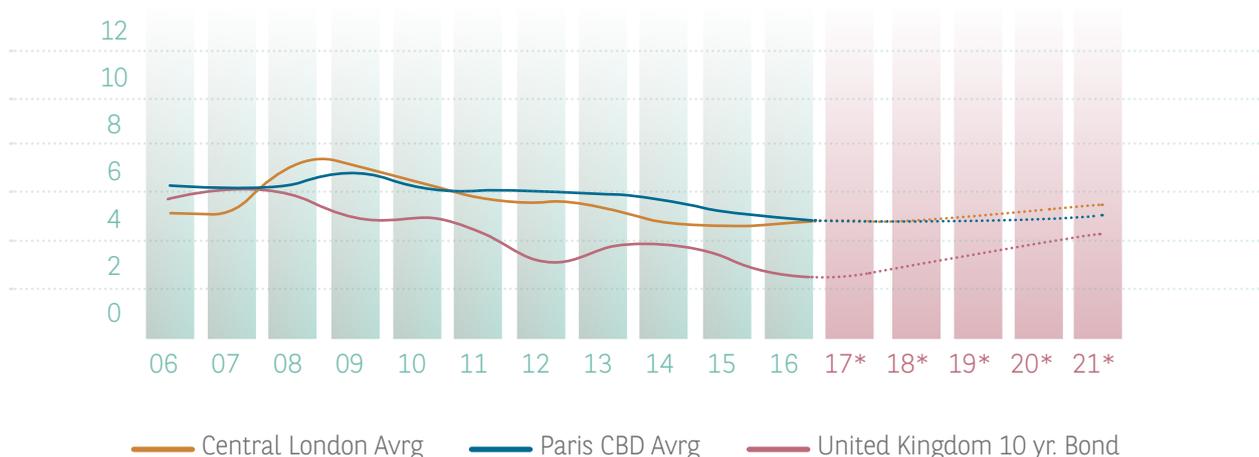
Les rendements obligataires corrigés de l'inflation aux États-Unis, qui avaient légèrement baissé au cours des mois précédents, ont également commencé à augmenter légèrement. En effet, le rendement réel des Emprunts d'État à 10 ans protégés contre l'inflation

(«Treasury Inflation Protected Securities TIPS») a été de 0,548 % à l'adjudication du 18 janvier 2018, soit le plus haut niveau des ventes de TIPS à 9-10 ans depuis janvier 2016 (source: TIPSWatch).

**En ce qui concerne l'Europe continentale, la BCE ne devrait pas relever ses taux d'intérêt en 2018.** Toutefois, le programme prolongé d'achat d'obligations de la banque centrale sera progressivement interrompu d'ici la fin de l'année prochaine, pour autant que les perspectives d'inflation se redressent.

Le rendement total de l'immobilier peut être décomposé en deux composantes, à savoir le rendement des revenus récurrents (provenant des loyers nets) et le rendement en capital (plus-values/moins-values réalisées et non réalisées). Ces composantes sont pertinentes pour trois grands objectifs d'investissement: le revenu, la croissance et une combinaison de revenu et de croissance. Toutefois, il pourrait y avoir un problème avec la valeur en capital pour un certain nombre de marchés, car nous croyons qu'il est très improbable qu'une nouvelle compression des rendements immobiliers se produise, étant donné le rétrécissement de l'écart avec les taux d'intérêt nominaux à long terme. Le graphique 2 montre les écarts entre les rendements immobiliers et les rendements des obligations souveraines.

**Graphique 2 :** Ecarts de rendements entre les bureaux et les taux d'intérêt sans risque (Rendements en %)



Source : BNP Paribas Real Estate, février 2018

**Tableau 3** : Rendements en capital sur les marchés européens des bureaux (1 février 2018)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Berlin	22,9	16,5	7,7	-0,2	-0,5	-3,6
Madrid	15,5	11,0	8,3	1,7	-2,1	-5,8
Francfort	18,6	9,1	7,1	3,3	-3,1	-1,9
Munich	14,7	8,2	3,8	3,2	-2,6	-4,5
Lyon	7,3	7,6	-1,9	-0,7	-0,5	-0,6
Barcelone	10,5	5,9	1,9	-0,4	-1,3	1,1
Copenhague	5,8	5,4	5,5	-2,3	-3,6	1,2
Hambourg	14,4	5,4	3,7	1,6	-1,4	-3,3
Amsterdam	12,0	5,1	0,5	-3,0	-1,9	-3,4
La Défense	11,3	4,7	-0,0	-1,7	-4,1	-3,0
Paris CBD	8,5	4,6	0,6	-1,3	-2,5	-1,1
Cologne	12,6	4,3	1,0	1,6	-1,2	-2,0
Lisbonne	7,5	3,3	1,7	-0,3	0,8	-5,6
Grand Paris	6,0	3,0	0,4	-1,1	-0,9	-0,9
Düsseldorf	11,2	2,9	0,6	1,3	-0,5	-1,2
Central Paris	5,8	2,5	-0,1	-0,8	-1,9	-1,8
Bruxelles	5,0	2,5	0,2	-0,5	0,4	-3,6
Stockholm	13,7	1,6	-1,9	3,0	3,6	2,7
Varsovie	-2,3	1,6	-3,1	-0,9	0,1	-0,8
Dublin	6,0	1,2	-1,3	-3,1	-3,4	1,2
Prague	5,3	1,0	-4,0	-3,5	-2,9	-6,0
Helsinki	0,1	0,8	3,3	3,6	-0,9	1,2
Rome	-0,1	0,6	-3,6	-1,5	0,1	0,1
Budapest	11,0	-0,1	-1,9	-4,5	-2,6	-1,9
"City"	4,2	-1,8	-5,6	-3,4	0,4	2,9
Londres West End	4,0	-2,6	-6,0	-3,9	0,2	2,5
Centre de Londres	2,9	-3,0	-5,5	-3,4	0,5	2,5
Milan	1,2	-4,1	-0,2	-1,8	2,3	1,7
Birmingham	4,8	-5,8	-4,2	-0,8	5,7	2,9

**Source** : BNP Paribas Real Estate, février 2018.  
Les prévisions de rendement en capital pour 2018 sont classées par ordre décroissant

Le tableau 3 présente les prévisions de rendement total des bureaux de BNP Paribas Real Estate pour plusieurs villes européennes sur une période de cinq ans.

## ET LE TRI ?

Sur le marché européen des bureaux, il est frappant de constater que toutes les baisses de valeur se produiront dans les villes britanniques cette année (Londres, Birmingham, pertes exprimées en livres sterling) à l'exception de Budapest et Milan. Cependant, de nombreuses autres capitales européennes pourraient également être touchées à partir de 2019.

Si l'on tient compte du rendement plus stable des revenus, les rendements totaux pourraient fluctuer entre 0,9 % pour Birmingham et 20,2 % pour Berlin en 2018 (source: BNP Paribas Real Estate, février 2018). Néanmoins, ils devraient s'affaiblir considérablement en 2019 et 2020, compte tenu de la mauvaise performance du capital attendue pour les bureaux européens.

Aux États-Unis, nous estimons que le rendement total des bureaux pourrait être légèrement inférieur à celui de l'Europe cette année, bien que les rendements pourraient rester stables les années suivantes (en dollars américains). Les rendements des bureaux dans un certain nombre de pays émergents d'Asie pourraient être légèrement meilleurs cette année.

Nous croyons que le taux de rentabilité interne (TRI) pourrait être un peu plus élevé que le rendement total de propriété, grâce à un effet de levier raisonnable.

Cela dit, l'effet de levier (positif) pourrait être entravé par la hausse des taux d'intérêt. Le « loan-to-value » doit refléter le bon sens des marchés et osciller autour de 50 % (ou en dessous) pour une stratégie d'investissement non agressive. L'effet de levier stimule les TRI tout en amplifiant le risque des fonds propres en cas de baisse des valeurs de marché.

Pour rappel, la composition du TRI est habituellement découpée en trois éléments:

- **le rendement du flux de trésorerie initial**, qui est maintenant historiquement bas pour les propriétés principales;
- **la variation ultérieure des flux de trésorerie sous-jacents**, qui est un paramètre très important pour le TRI à l'heure actuelle. En effet, le rendement initial peut être renforcé par des flux de trésorerie additionnels générés au fil du temps, par exemple grâce à l'indexation (partielle) des loyers à l'inflation, aux révisions locatives à la hausse, aux flux locatifs plus élevés attribuables aux programmes de rénovation, à une meilleure mixité des locataires, etc;
- **le changement de taux de rendement, ou sa valorisation, entre le début et la fin de la période de détention d'un bien immobilier**. Comme nous l'avons mentionné plus haut, il sera très difficile d'obtenir un écart d'évaluation positif (de taille importante) pour les biens immobiliers de premier ordre dans un proche avenir, également parce que le taux d'amortissement réel d'un immeuble est normalement de 1 à 2 % par année. En moyenne, on pourrait soutenir que l'évolution des valeurs est synchronisée avec l'inflation attendue, mais que l'inflation reste marginale dans de nombreux pays matures à forte croissance économique. Néanmoins, le rendement en capital peut contribuer au TRI si les stratégies d'investissement des gestionnaires d'actifs dédiés sont orientées vers la création de valeur afin d'améliorer le TRI (approches à valeur ajoutée/opportunistes). Le TRI final dépend du type de propriété, du pays d'investissement, et souvent de la culture de l'investisseur.

# DIVERSIFICATION IMMOBILIÈRE, AXÉE SUR LA DIVERSIFICATION DES REVENUS

Dans notre précédent rapport publié en octobre 2017, nous nous demandions si un investissement immobilier international était encore une bonne idée. La réponse a été (et est toujours) positive car les marchés immobiliers tendent à être moins corrélés - donc plus diversifiés - en temps "normal" (quand il n'y a pas de crise financière majeure). Pour ne citer que quelques exemples, les marchés de l'immobilier commercial du Royaume-Uni ne sont pas les mêmes que ceux de l'Allemagne en termes de perspectives aujourd'hui. En Asie, les marchés immobiliers de Singapour et de Taïwan ne sont pas comparables au marché résidentiel de Hong Kong. Dans la plupart des pays, les marchés de l'immobilier commercial et de l'immobilier logistique n'évoluent pas au même rythme. Différentes tendances de rendement peuvent également être observées dans le secteur immobilier coté.

Par conséquent, nous pensons qu'il vaut la peine de diversifier nos produits et marchés immobiliers dans différentes régions du monde. La raison en est non seulement la surperformance que les investisseurs attendent en dehors de leurs marchés domestiques, même après avoir évalué les obstacles à un investissement immobilier international, tels que le coût des investissements à l'étranger, les coûts de transaction, les coûts d'information, les risques politiques et le manque de liquidité, mais aussi la diversification des revenus locatifs. En ce qui concerne les fluctuations des devises, les investisseurs ont tendance à suivre le risque et le rendement dans leur propre devise. Ainsi, au cours des dernières années, les investisseurs qui achètent à l'étranger recherchent un rendement total plus élevé grâce à la croissance. En fait, le rendement prévu du capital généré par leurs investissements internationaux a toujours été déterminant.

Tableau 4 : Prévisions de rendement dans les années à venir

## Prévisions de rendement dans les années à venir (indépendamment de la géographie)

	Rendement annuel du revenu (après charges d'exploitation)	Croissance annuelle du rendement en capital (réalisé ou non réalisé)
	2-5%	2-3%
Actifs de prestige / actifs solides	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Selon le type d'actif</li> <li>• Très faible pour les investissements résidentiels</li> <li>• Plus élevé pour les actifs logistiques (suivi par les bureaux et les surfaces commerciales)</li> <li>• Environnement des taux d'intérêt moins favorable</li> <li>• Les "LTV" doivent être réalistes, le financement de la dette à taux fixe</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ralentissement/stabilisation du taux de croissance du rendement en capital</li> <li>• Des gains en capital plus conformes aux projections d'inflation</li> <li>• Taux de capitalisation moins impactés par les marchés financiers (liquidité)</li> <li>• Environnement des taux d'intérêt moins favorable</li> <li>• Potentiel de l'immobilier par rapport aux perspectives des autres classes d'actifs</li> </ul>
Stratégie de création de valeur / opportuniste	0-5%	5-10%
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pas toujours requis par les investisseurs</li> <li>• Généralement plus faible par rapport aux biens stabilisés</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Création de valeur par des gérants expérimentés</li> <li>• Coût d'acquisition inférieur au coût de remplacement</li> <li>• Opérations hors marché conclues à une décote</li> <li>• Conversions, extensions, amélioration de la gestion des actifs</li> </ul>

Source : BNP Paribas Wealth Management, février 2018

**Cependant, nous croyons que la principale raison d'être de l'internationalisation devrait être le revenu et non pas nécessairement le rendement en capital (prix).** Malgré le fait que de nombreux marchés immobiliers de premier ordre présentent des taux de capitalisation similaires, il est sage de se développer à l'international afin de sécuriser les flux locatifs nets sur différents marchés à long terme (locataires, marchés et cadres juridiques différents, etc.). En outre, les revenus locatifs nets sont de nouveau plus élevés que ceux d'autres catégories d'actifs présentant un risque similaire à l'heure actuelle (par exemple, les obligations Investment Grade sur les marchés matures). Ainsi, les revenus immobiliers présentent encore un net avantage par rapport aux autres catégories d'actifs générant des revenus. **C'est pourquoi l'immobilier est attractif d'un point de vue relatif, donc par rapport à d'autres investissements, et pourquoi les fonds de dette et la logistique ont été si populaires en 2017 (prêts hypothécaires, dette dite « mezzanine » etc.).**

Incontestablement, les investisseurs ayant un objectif de placement axé sur la croissance n'acceptent pas un rendement total modeste sur les placements immobiliers, que ce soit dans leur propre pays ou à l'étranger, même si les loyers nets dépassent les revenus de cash générés par d'autres classes d'actifs. Ces investisseurs devraient continuer à se diversifier par le biais de fonds immobiliers (ou d'investissements directs si ceux-ci sont abordables), les gestionnaires d'actifs recherchant de la valeur à travers les marchés et les segments. **De toute évidence, l'objectif de croissance implique un horizon d'investissement relativement long (souvent jusqu' à 10 ans), sans nécessité immédiate d'utiliser les liquidités investies. De plus, les TRI seront surtout déterminés par la composante rendement en valeur.** Sur le plan fondamental, les investisseurs ayant un objectif de revenus acceptent des rendements totaux plus faibles, tandis que les investisseurs ayant une stratégie de placement axée sur la croissance "exigent" des TRI plus élevés pour compenser le risque supplémentaire pris, comme le montre le tableau 4.

Rendement total (avant effet de levier)	TRI
4-8%	<b>Inférieur à 10% en moyenne</b>  Levier positif (modeste) encore possible Sauf en cas de hausse spectaculaire des taux d'intérêt
	<b>Supérieur à 10% en moyenne</b>  Levier positif (modeste) encore possible Sauf en cas de hausse spectaculaire des taux d'intérêt
5-15%	

Les investisseurs institutionnels comme les investisseurs privés devraient donner la priorité à la diversification, en acquérant des biens immobiliers directs sur des marchés qu'ils connaissent bien, et exploiter (d'autres) véhicules d'investissement en immobiliers privés et cotés pour s'exposer aux marchés immobiliers qu'ils connaissent peut-être moins bien. En effet, **nous retenons volontairement des foncières telles que les REIT (ou des fonds investis dans des REIT), car ils donnent accès à des marchés immobiliers plus éloignés.** Il est clair que les sociétés immobilières cotées en bourse investissent dans l'immobilier, mais elles opèrent également sur un marché parallèle au marché physique de l'immobilier, c'est-à-dire la bourse. Ainsi, les actions peuvent présenter des caractéristiques de risque (volatilité) et de rendement différentes, principalement en période d'inflation. **C'est pourquoi les investisseurs devraient se concentrer sur le rendement des dividendes au cours des prochains mois.**

Comme mentionné ci-dessus, nous pensons que les investisseurs vont "exiger" un rendement total réel plus élevé (avant l'effet de levier) dans un proche avenir pour compenser le risque immobilier. Des taux de capitalisation stables ou plus élevés tempèrent le rendement total, à mesure que les taux d'appréciation du capital se détériorent. Nous supposons que le rendement total (avant effet de levier) ne dépassera pas 10 %.

**Nous nous en tenons à notre position neutre sur les actifs commerciaux de premier ordre** - dans toutes les régions géographiques - en raison de projections modestes de rendement total. Mais l'acquisition d'actifs de prestige ou d'autres biens solides de type « core » reste pertinente tant que les investisseurs ne sont pas très endettés et n'achètent pas d'actifs "à long terme" avec des dettes à court terme. Les « loans-to-value » ne devraient pas dépasser 50 %. Si l'inflation se maintient, les contrats de location seront indexés dans de nombreux pays (ce qui représente une protection progressive contre l'inflation).





De toute évidence, les investisseurs devraient entrer sur des marchés immobiliers spécifiques qui affichent une dynamique positive. La flexibilité de l'espace de travail et le co-travail sont désormais une tendance importante dans l'immobilier. Il existe un besoin croissant de bureaux flexibles et modernes.

De plus, les centres logistiques urbains restent très attractifs car les investisseurs apprécient des rendements immobiliers relativement élevés (peu importe la géographie).

**Nous maintenons notre vue positive sur les stratégies à valeur ajoutée et opportunistes**, quel que soit l'endroit où nous nous trouvons, avec des gérants "globaux" investissant "localement". Les exemples sont nombreux: un principe clé est l'achat de biens immobiliers (commerciaux et résidentiels) à prix réduit par rapport au coût de remplacement et l'identification de marchés ou de secteurs de niche.

En ce qui concerne les marchés européens du logement, nous avons modifié notre recommandation, qui est passée de « acheter » à « neutre » pour les segments résidentiels établis et moins matures. Nous justifions cette situation par les prix, souvent très élevés, appliqués sur de nombreux marchés matures, de nouvelles implications fiscales impactant la formation des prix et le fait que les marchés précédemment en difficulté (par exemple l'Espagne et l'Irlande) se sont redressés rapidement depuis la dernière crise du crédit.

Dans l'ensemble, nous sommes d'avis que les REIT sont assez chères, mais qu'elles ne sont pas surévaluées.

Nous avons adopté une recommandation neutre sur les REIT continentales européennes à l'intention des investisseurs ayant des stratégies "à long terme seulement". La politique monétaire accommodante actuelle demeure un atout essentiel. Nous restons négatifs sur les REIT britanniques (en dépit de la flambée des cours boursiers au cours des derniers mois), car les actions pourraient commencer à chuter en prévision de pertes futures en valeur du capital. Nous conservons notre recommandation neutre sur les REIT américaines et asiatiques.



# NOTRE STRATÉGIE IMMOBILIÈRE PAR LOCALISATION

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

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

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

# EUROPE

## IMMOBILIER COMMERCIAL

Marchés immobiliers de premier rang

(« prime » en anglais)

**Nous restons neutres sur les actifs « haut de gamme » en Europe continentale malgré des multiples de valorisation contraignants.** Nous sommes d'avis que les investisseurs institutionnels et privés pourraient continuer à cibler ces marchés clés. De toute évidence, les perspectives de gains en capital sont susceptibles d'être limitées. En outre, de légères moins-values ne sont pas exclues à court terme. Nous conseillons aux investisseurs de se concentrer pour l'instant sur des flux de trésorerie réguliers, les loyers semblant mieux protégés dans les meilleurs emplacements. En tenant compte de l'évolution du cycle locatif en Europe, les investisseurs devraient chercher des endroits où les revenus locatifs sont susceptibles d'augmenter (Allemagne, France, Espagne). **En un mot, les loyers et la croissance des loyers sont plus significatifs que la baisse des rendements.** Au Royaume-Uni, les surfaces de bureaux et de commerces pourraient souffrir d'un nouveau recul du rendement en capital en 2018. Inversement, la livre devrait se stabiliser par rapport à l'euro (l'EUR / GBP s'établissant à environ 0,90 dans les prochains mois, source: BNP Paribas Wealth Management). **Mais une baisse des cours ouvrirait de nouvelles possibilités d'investissement à moyen terme.**

De toute évidence, les marchés européens de l'immobilier commercial devraient enregistrer une assez bonne performance cette année. Si l'on considère quelques indicateurs qui caractérisent à la fois l'offre et la demande sur le marché immobilier - tels que les taux de vacance, le niveau des loyers et le nombre de nouvelles constructions -, l'analyse du marché immobilier européen nous met généralement à l'aise. Selon BNP Paribas Real Estate, les grandes villes (Londres et Paris) resteront les plus chères en termes de loyers pour les biens de prestige. **Soutenues par une baisse du taux de vacance et un environnement économique stable, les villes allemandes afficheront l'une des croissances locatives annuelles les plus fortes: Berlin (7 %), Francfort (4,2 %), Hambourg (2,2 %) et Munich (2,0 %, source: BNP Paribas Real Estate, Perspectives de Bureaux Européens, 12 décembre 2017).**

L'année 2017 a été une très bonne année pour le marché de la location de bureaux affichant 10,08 millions de m<sup>2</sup> loués sur les principaux marchés européens (source: BNP Paribas Real Estate, Main Office Markets in Europe, 4T17). L'augmentation de 14 % en volumes par rapport à l'année dernière a été, de loin, le meilleur résultat en dix ans. Le marché a prospéré dans la plupart des villes l'année dernière, en particulier dans les trois plus grands pays, où d'importantes transactions professionnelles ont impacté le marché (Allemagne, Londres et Paris).

**Le taux de vacance moyen sur les 14 principaux marchés européens a de nouveau reculé au dernier trimestre pour s'établir à 7,1 %, soit un recul de 80 points de base par rapport à l'année précédente.**

Les loyers des biens de qualité supérieure ont augmenté principalement en Europe l'année dernière, avec une hausse moyenne de 5 %. Les valeurs locatives ont augmenté pour la première fois depuis 2015 dans le centre de Paris avec 850 EUR/m<sup>2</sup>/an à Paris QCA Etoile (+6 %). Les évolutions les plus remarquées ont été observées à Berlin (+16 %, soit +396 EUR/m<sup>2</sup>/an), Bruxelles (+13 %, +310 EUR/m<sup>2</sup>/an) et Milan (+12 %, +550 EUR/m<sup>2</sup>/an).

Néanmoins, les marchés des capitaux pourraient tempérer la bonne nouvelle avec un changement de politique monétaire. C'est un peu ironique: les marchés financiers ont été très favorables au cours des années précédentes, généralement en l'absence de solides fondamentaux immobiliers. Aujourd'hui, les indicateurs immobiliers s'améliorent (hausse des loyers, perspectives d'inflation plus favorables) bien que les marchés financiers puissent se comporter plus prudemment. **Par conséquent, les biens immobiliers (y compris les biens immobiliers de premier ordre) ne devraient plus être considérés comme des obligations à long terme.**

**Une approche d'investissement dite "à valeur ajoutée" est une stratégie immobilière à rendement plus élevé, que nous privilégions tant en Europe continentale qu'au Royaume-Uni.** En réalité, c'est le seul moyen de générer une rentabilité sur fonds propres supérieure à la moyenne (au moins 10 %). Dans les faits, les performances des assets managers « à valeur ajoutée » devraient être excellentes, en tenant compte d'une part des milliards d'euros ou de dollars levés ces derniers mois par les plus gros assets managers, et d'autre part parce que nous anticipons des conditions d'investissement plus contraintes. Comme toujours, la détérioration des conditions d'investissement pourrait créer de nouvelles possibilités d'investissement (et plus abordables) à plusieurs étapes du cycle de marché, comme l'a montré la dernière crise du crédit. Enfin, les gérants mettant en œuvre une politique de création de valeur devraient parfois adopter une attitude plus "anticonformiste".

**Les transactions pourraient créer de la valeur par la restructuration ou la recapitalisation de portefeuilles immobiliers, en privatisant des portefeuilles non cotés, ou encore par le (re)développement d'actifs dans le but de dégager de la valeur.** Posséder une plateforme de gestion d'actifs efficace est également primordial pour obtenir ou garantir des revenus locatifs plus élevés. Les portefeuilles immobiliers sous-jacents pourraient être acquis à un prix inférieur au coût de remplacement, offrant ainsi un potentiel de hausse. Les portefeuilles pourraient également être refinancés afin de réduire le coût d'emprunt.

Un exemple d'opération historique en 2017: Blackstone a annoncé le 8 juin 2017 son cinquième fonds immobilier opportuniste européen, Blackstone Real Estate Partners Europe V ("BREP Europe V"). Avec les engagements de Blackstone et de ses filiales, BREP Europe V a accumulé 7,8 milliards d'euros de capitaux engagés, ce qui en fait le plus grand fonds immobilier d'Europe.

Brookfield Property Partners L. P. ("Brookfield") et son partenaire Qatar Investment Authority ("QIA") sont les propriétaires du Canary Wharf Group de Londres (grâce à l'acquisition de Songbird Estates plc, pour un montant de 2,6 milliards de livres sterling en mai 2015, et à l'acquisition d'une tranche de Canary Wharf Group que Songbird ne détenait pas). Canary Wharf Group participe à des projets d'aménagement de bureaux, de commerces de détail et de résidences, et Brookfield a l'intention de conserver environ 1 million de pieds carrés (soit 929 m<sup>2</sup> environ) dans trois tours résidentielles haut de gamme en cours d'aménagement. Brookfield veut profiter du nombre croissant de locataires de Londres, car il est devenu pratiquement impossible de rendre effectif l'accès au logement pour tous (source: Financial Times, 29 décembre 2017).

Graphique 3 : Rendement des bureaux "prime" en Europe au 4T17



Source : BNP Paribas Real Estate, Jones Lang LaSalle, janvier 2018

# IMMOBILIER RESIDENTIEL

**Nous abaissons notre vue sur les principaux marchés européens de l'immobilier résidentiel de Positive à Neutre.**

## Les marchés de l'habitation au Royaume-Uni

Selon Black Brick Solutions, les actifs « best in class » (soit en français : "meilleurs de leur catégorie") sont toujours recherchés et peuvent atteindre des prix qui reflètent leur rareté et peuvent fausser les statistiques générales. Néanmoins, il y a forcément un surplus d'appartements de luxe neufs, en particulier à Mayfair. Les emplacements suivants ont encore des unités à vendre: 20 Grosvenor Square, One Grosvenor Square, Clarges, les penthouses au One Burlington Street, Hanover Bond sur Hanover Square ainsi que les unités dans le restaurant converti Mirabelle sur Curzon Street. Il y a également des unités à Belgravia Gate et des résidences à l'hôtel Peninsula qui se trouvent sur Hyde Park Corner qui, bien que techniquement ne sont pas à Mayfair, sont si proches qu'elles auront un impact sur le marché. Il en va de même pour le développement immobilier d'Almacantar à Marble Arch et à Centrepont.

**Un autre événement important à venir est l'ouverture du « Crossrail » en 2018 (aujourd'hui la ligne Elizabeth), qui devrait transporter plus de 200 millions de passagers par an.** Il reliera les principaux pôles d'emploi, de loisirs et de transports de Londres ainsi que les quartiers d'affaires: l'aéroport d'Heathrow, le West End, la City et Canary Wharf (source: Crossrail).

Quel sera l'impact de la ligne Elizabeth Line sur les principaux marchés immobiliers de la capitale, compte tenu de la meilleure connectivité qu'elle offrira? Les segments résidentiels dits « traditionnels » dans le centre de Londres en souffriront-ils, étant donné que les premiers acheteurs se dirigeront vers l'East End? Les marchés haut de gamme pourraient-ils être également touchés?

Entre-temps, le prix moyen d'une maison à Londres a chuté en 2017. Alors que les prix ont augmenté de 2,6 % au niveau national, ils ont légèrement baissé de 0,5 % à Londres au 4T17 pour la première fois depuis 2009 (source: Nationwide). De plus, l'inflation était de 3 % en janvier 2018, si bien que les prix des maisons en 2017 n'ont pas pu suivre le rythme de l'inflation (source: TradingEconomics).

## Le marché immobilier résidentiel français

Le marché immobilier français a réalisé une très bonne performance en 2017, la croissance des prix de l'immobilier restant dans une large fourchette de 0 % à 17 %. Les grandes villes du pays ont surperformé la moyenne nationale d'environ 2 %. **Bordeaux arrive en tête du classement avec une magnifique hausse de 16,5 % des prix immobiliers en 2017** (EUR 3.700/m<sup>2</sup> contre EUR 3.600/m<sup>2</sup> pour Lyon, source: MeilleursAgents.com). Les autres villes ont connu une progression annuelle plus modeste (bien qu'attrayante) qui varie entre 4 % et 8 %: Lyon (+7,7 %), Paris (+5,8 %), Nice (+5,8 %), Nantes (+5,5 %) et Toulouse (+4,2 %). Comme toujours, il y a eu aussi quelques décalages: Marseille (+0,1 %), Strasbourg (+1,7 %), Montpellier (-1,9 %) et Lille (-0,2 %, source: MeilleursAgents.com). **Evidemment, Paris est toujours un pari sûr, avec des habitations avec de plus grandes surfaces, en particulier, ayant bénéficié d'une forte année 2017.** Par exemple, les prix des appartements dotés de trois chambres ont augmenté de plus de 7 %, alors que ceux des appartements et des studios de plus petite taille ont affiché une croissance annuelle plus faible d'environ 4,3 %.

## Et l'Europe en général?

**Comme nous l'avons déjà mentionné, les marchés européens du logement se sont très bien comportés au cours de la période de 12 mois se terminant le 30 septembre 2017, avec de nombreux pays européens affichant des rendements réels adéquats (après inflation).** Les prix annuels des logements en Roumanie ont progressé de plus de 9 % par an (sans parler de l'Islande, qui affiche une hausse exceptionnelle de 19 % après inflation), suivie de près par la Suède et les Pays-Bas (environ 6 % chacun). Le rendement de la plus-value du capital doit être évalué en même temps que le revenu locatif net annuel pour déterminer le rendement total annuel (avant effet de levier). Le tableau 5 montre plus en détail les prix réels de l'immobilier résidentiel.

**En dehors de l'Europe, les marchés résidentiels de Hong Kong et du Canada sont restés dynamiques au cours de la même période, tandis que les États-Unis n'ont réalisé que quelques pourcentages en termes réels.** Comme on pouvait s'y attendre, Dubaï est resté en zone rouge avec le Qatar (les prix résidentiels du Qatar ont chuté durant le 3T17 en raison des tensions politiques avec les pays voisins).

Tableau 5 : Variation des prix de l'immobilier résidentiel (corrégés des effets de l'inflation) au 30 septembre 2017

Variation des prix de l'immobilier résidentiel (corrégés des effets de l'inflation) au 30 septembre 2017				
Classement	Pays	Variation en rythme annuel (en %)		Variation en rythme trimestriel (en %)
		3T16	3T17	3T17
1	Islande	10,85	18,76	3,22
2	Hong Kong	-5,67	13,14	0,87
3	Macao	3,49	10,53	-5,01
4	Canada	10,18	9,69	1,46
5	Roumanie	9,02	9,36	3,20
6	Philippines	7,56	6,58	0,17
7	Suède	7,41	5,87	1,67
8	Pays-Bas	7,09	5,69	2,17
9	Monténégro	-4,57	5,07	1,92
10	Slovaquie	6,18	4,80	0,45
11	États-Unis (FHFA)	5,08	4,48	0,97
12	Allemagne	5,85	4,25	1,75
13	Portugal	2,95	4,04	1,78
14	États-Unis (CaseShiller)	3,61	3,83	0,74
15	Chili	1,46	3,43	1,75
16	Lettonie (Riga)	7,32	2,58	1,73
17	Japon - Tokyo	6,56	2,56	1,83
18	Espagne	2,19	1,42	1,92
19	Suisse	2,05	1,40	0,43
20	Autriche (Vienne)	1,78	1,28	0,62
21	Norvège	3,77	0,96	-2,63
22	Israël	5,80	0,67	0,69
23	Finlande	0,84	0,36	0,14
24	Nouvelle-Zélande	5,85	0,04	-1,24
25	Estonie (Talinn)	6,92	0,00	2,41
26	Turquie	6,18	-0,05	0,75
27	Royaume-Uni (à l'échelle nationale)	4,38	-0,08	0,32
28	Lituanie (Vilnius)	5,10	-0,20	0,54
29	Chine (Pékin)	37,87	-0,31	-3,22
30	Porto Rico	0,51	-0,35	6,17
31	Indonésie	-0,30	-0,47	-0,30
32	Taiwan	-2,95	-0,51	-1,60
33	Brésil - São Paulo	-7,71	-1,13	-0,20
34	Mexique	3,84	-1,42	-0,63
35	EAU - Dubaï	-3,91	-2,84	-0,97
36	Qatar	-14,09	-2,85	-8,98
37	Mongolie	-7,92	-5,70	-0,99
38	Russie	-11,34	-6,69	-1,07
39	Ukraine - Kiev	-2,93	-6,81	-2,51
40	Égypte	-1,24	-8,68	7,65

Source : Global Property Guide au 3T17. Variations annuelles des prix de l'immobilier résidentiel classées par ordre décroissant.

### Espagne et impôts fonciers

**Les investisseurs qui achètent des biens immobiliers en Espagne ne se rendent souvent pas compte qu'ils sont soumis à une série de taxes foncières.** En effet, les implications fiscales sont souvent prises trop à la légère en Espagne, une plaque tournante populaire pour les acheteurs étrangers.

Premièrement, les impôts fonciers locaux sont proportionnels à la taille de la ville. En fait, les investisseurs devraient vérifier que toutes les taxes foncières locales précédentes ont été payées par le vendeur avant d'acheter une propriété, car sinon le nouveau propriétaire en serait responsable. Un non-résident qui est propriétaire d'un bien immobilier espagnol doit remplir une déclaration de revenus annuelle. Soit les revenus locatifs sont imposés, soit, à défaut, une partie de la "valeur cadastrale" du bien est déduite à des fins fiscales. De plus, le vendeur est assujéti à l'impôt sur les gains en capital au moment de la cession du bien. De l'autre côté, si un acquéreur achète un bien immobilier auprès d'un non-résident, alors cet acquéreur doit retenir 3 % du prix d'achat et le payer à l'administration fiscale espagnole. Paradoxalement, cependant, l'actif sert de garantie pour le paiement de l'impôt sur les gains en capital du vendeur, de sorte que le bien pourrait même être saisi si l'impôt dû n'est pas payé! Évidemment, lorsqu'une nouvelle maison est achetée auprès d'un promoteur (ou d'une banque), la TVA et les droits d'enregistrement sont compris, ce dernier étant le prélèvement le plus élevé. De toute évidence, la revente de maisons existantes est également soumise à un droit de mutation.

**Nous abaissons notre opinion sur les marchés immobiliers européens en amélioration (Espagne, Portugal, Irlande et Pays-Bas) de positive à neutre, car nous sommes moins optimistes quant à leurs perspectives de croissance à présent.**



---

# AMÉRIQUE DU NORD

---

## IMMOBILIER COMMERCIAL

Marchés immobiliers de premier rang  
« prime » en anglais

**Nous maintenons notre opinion neutre sur l'immobilier prime pour les marchés américains.** Bien que les rendements totaux trimestriels (sans endettement) soient demeurés modestes, les rendements du quatrième trimestre de 2017 ont été les plus élevés de l'année. Le rendement total de l'ensemble des biens a été de 1,80 % au quatrième trimestre, en hausse par rapport à 1,70 % au trimestre précédent. En 2017, le rendement total annuel hors endettement était légèrement inférieur à 7 %. Le segment "industriel" a conforté son avance sur le total des rendements annuels (13,07 %) avec d'autres types de biens en retrait (source: NCREIF, 25 janvier 2018).

En 2017, le secteur de la technologie était encore une fois le plus important contributeur à la location de bureaux au Canada, selon l'industrie. De plus, le co-working conjugué à la technologie et à la science offre un potentiel remarquable au segment des bureaux (source: Jones Lang LaSalle, Office Outlook, 4Q17). En 2018 et 2019, la croissance du taux d'occupation des bureaux ralentira en raison de l'offre de nouveaux locaux. **En effet, le marché américain des bureaux devrait voir l'arrivée de nouvelles offres sur le marché, ce qui devrait exercer une pression à la hausse sur les taux de vacance (actuellement autour de 15 %).** Dans les banlieues en particulier, le taux de vacance devrait encore augmenter (près de 17 % au 4T17).

**Nous considérons que les rendements de l'appréciation du capital ralentiront au cours des prochains mois, selon la croissance des taux d'intérêt nominaux à long terme, et selon l'augmentation des taux d'intérêt réels (ajustés en fonction de l'inflation) également.** Pour les investisseurs étrangers, l'affaiblissement du dollar américain observé ces derniers mois pourrait être une source d'inquiétude ou une opportunité, en particulier pour les investisseurs qui pensent en euros. Nos économistes Wealth Management prévoient un taux de change EUR/USD plutôt stable de 1,22 dans les mois à venir.

Marchés immobiliers de rangs inférieurs

**Nous croyons que la "valeur ajoutée" demeurera la stratégie privilégiée des investisseurs qui acceptent un risque plus élevé.** Comme partout ailleurs dans le monde, la création de valeur par les gestionnaires d'actifs est une condition préalable à la montée en puissance des TRI. Nous maintenons notre recommandation neutre sur ces marchés parce que la croissance des prix pourrait se stabiliser compte tenu des conditions d'investissement plus difficiles.

# IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

**Nous sommes neutres sur les marchés immobiliers américains, même si les dernières données du S&P Dow Jones sur les marchés immobiliers américains ont révélé une croissance annuelle encourageante des prix immobiliers en novembre 2017, Seattle (+12,7 %) étant en meilleure position.** Bien que les marchés de l'habitation enregistrent une bonne performance - soutenue par des taux hypothécaires relativement bas, avoisinant les 4,25 % pour un prêt immobilier fixe à 30 ans (source: Zillow. com, 2 février 2018) -

nous prévoyons une baisse des taux de croissance en valeur des logements dans un proche avenir. En conséquence, des paramètres favorables tels que les faibles taux d'intérêt pourraient changer quelque peu en 2018. Comme l'augmentation du Composite-20 a été de 6,4 % sur 12 mois jusqu' à fin novembre 2017 - près de trois fois le taux d'inflation (2,1 % en décembre 2017, source: TradingEconomics) - la location peut être plus attrayante que l'achat dans certaines villes de la côte Ouest (source: indices S&P Dow Jones).

**Tableau 6 :** Prix du logement aux États-Unis (au 30 novembre 2017)

Métropole	Variation mensuelle (%)	Variation annuelle (%)
Seattle	0,2 %	12,7 %
Las Vegas	0,7 %	10,6 %
San Fransisco	1,4 %	9,1 %
San Diego	-0,3 %	7,4 %
Tampa	1,0 %	7,1 %
Dallas	0,1 %	7,0 %
Denver	0,4 %	7,0 %
Detroit	-0,3 %	7,0 %
Los Angeles	0,7 %	7,0 %
Portland	0,0 %	6,9 %
Composite-20	0,2 %	6,4 %
Boston	-0,1 %	6,3 %
Territoire national des États-Unis	0,2 %	6,2 %
Composite-10	0,3 %	6,1 %
Charlotte	-0,3 %	5,8 %
New York	0,2 %	5,7 %
Phoenix	-0,1 %	5,6 %
Minneapolis	-0,1 %	5,4 %
Atlanta	0,0 %	5,2 %
Cleveland	-0,4 %	4,1 %
Miami	0,2 %	4,1 %
Chicago	-0,4 %	3,6 %
Washington	0,2 %	3,3 %

**Source :** S&P Dow Jones Indices and CoreLogic, 30 janvier 2018.  
Variations annuelles des prix de l'immobilier résidentiel classées par ordre décroissant.

**La part grandissante des acheteurs étrangers non-résidents aux États-Unis (et dans d'autres régions du monde) suscite une inquiétude de plus en plus forte.** Ces acheteurs sont souvent très riches, avec des moyens suffisants pour acheter des maisons luxueuses (sans recours au financement via un prêt immobilier). Les investisseurs étrangers poussent parfois les prix des maisons à la hausse, ce qui peut écarter les acheteurs nationaux. Cela est très similaire aux marchés des maisons de luxe de Londres. De plus, ils peuvent restreindre l'offre disponible aux autres acheteurs s'ils laissent leurs maisons vides pendant la plus grande partie de l'année. Néanmoins, la National Association of Realtors a signalé que la part totale des maisons existantes vendues à des acheteurs étrangers non-résidents aux États-Unis est restée relativement faible depuis 2010, soit environ 2,2 % en moyenne des ventes (National Association of Realtors, 2017 Profile of International Activity in US Residential Real Estate, Juillet 2017).

Deux villes canadiennes ont tenté de minimiser l'effet des acheteurs étrangers non-résidents sur le marché en imposant une taxe de 15 % sur leurs achats. La nouvelle taxe sur les ventes est entrée en vigueur le 21 avril 2016 à Toronto. « L'impôt sur la spéculation des non-résidents est un impôt de 15 % sur l'achat ou l'acquisition d'un intérêt dans une propriété résidentielle située dans la région élargie du Golden Horseshoe (GGH) par des particuliers qui ne sont pas citoyens ou résidents permanents du Canada ou par des sociétés étrangères (entités étrangères) et des fiduciaires imposables (source: ministère des Finances de l'Ontario). De plus, la taxe de spéculation est également en vigueur à Vancouver depuis août 2016 ».

**Après avoir perçu une taxe sur les acheteurs étrangers non-résidents à Vancouver, la croissance du prix des maisons a ralenti, passant d'une fabuleuse hausse annuelle de 26 % en août 2016 à 8 % en juin 2017.**



# MARCHÉS ÉMERGENTS (ASIE ÉMERGENTE ET AMÉRIQUE LATINE)

## IMMOBILIER COMMERCIAL

**Nous sommes neutres sur des placements sélectifs dans les marchés émergents, tant en Asie qu'en Amérique latine. En fait, les marchés émergents sont très variés et nous pensons que des opportunités pourraient également être recherchées en dehors des principaux domaines habituels.**

Il existe évidemment des possibilités d'investissement en Asie, mais elles présentent des risques. Les règles peuvent encore être compliquées, nécessitant l'implication des partenaires locaux et une bonne connaissance de la langue locale, des lois et du régime fiscal.

En fait, de nombreux portefeuilles gérés par des professionnels se concentrent sur des immeubles "non stratégiques", "alternatifs", "à valeur ajoutée" ou "de repositionnement". Les stratégies à valeur ajoutée ont un profil risque-rendement plus élevé, et une stratégie à valeur ajoutée typique consiste à acquérir des biens immobiliers au rabais par rapport au prix du marché, dans le but de générer des rendements attrayants même si le marché demeure stable. Par ailleurs, il convient de noter que certaines villes offrent encore des actifs plus anciens, qui ont besoin d'être remis à neuf et réaménagés pour convenir aux locataires modernes, ce qui entraîne d'importantes dépenses. La promotion peut également être envisagée.



Quelques exemples de création de valeur en Asie:

**Inde** Il existe encore des possibilités immobilières en Inde, un pays qui a sous-performé d'autres nations asiatiques ces dernières années. Il y a un manque global de bureaux et de commerces de détail de premier choix, et il faut moderniser les magasins et bureaux existants;

**Chine** Même si une certaine prudence est appropriée pour les marchés immobiliers chinois en général, il y a un fort appétit des investisseurs pour le secteur de la logistique (en raison de l'activité locale croissante du commerce électronique). Les opportunités d'investissement peuvent également découler de prêts non performants étant donné l'endettement croissant;

**Japon** Le pays du Soleil Levant est un pays économiquement mature, bien que des opportunités d'investissement puissent être trouvées dans le secteur résidentiel. **Il est possible d'améliorer la gestion des grands portefeuilles immobiliers** (loyers plus élevés, frais de gestion réduits). Alternativement, les actifs commerciaux peuvent être achetés par des acteurs de « private equity » (étrangers) capables de prendre des décisions rapides (par opposition aux investisseurs institutionnels locaux qui ont de longues procédures de décision). Le taux de vacance des bureaux de "Grade B" à Tokyo n'était que de 1,9 % à la fin du 4T17, avec de nombreuses baisses sur des secteurs tels que Akasaka, Roppongi, Shibuya et Nihombashi (source: JLL, Tokyo Office Market Update);

**Australie** (comme le Japon, pays économiquement mature avec des opportunités d'investissement) et l'Indonésie. Forte propension à investir dans la logistique (similaire à d'autres endroits en Asie, en Europe et en Amérique du Nord).

**Notre recommandation est neutre sur les placements sélectifs (tant sur le marché primaire que sur le marché secondaire).**



# IMMOBILIER RÉSIDENTIEL

Biens situés dans les villes chinoises de rang 1 et de rangs inférieurs

**Nous sommes neutres sur les actifs situés dans les villes chinoises de rang 1 et positifs sur les marchés immobiliers de rangs inférieurs.**

Les prix des maisons ont continué de varier en Chine en décembre 2017. Cela s'explique par certains marchés résidentiels de premier ordre ayant enregistré une légère baisse mensuelle, tandis que les villes de deuxième et troisième rangs connaissaient une croissance des prix timide. **C'est pourquoi nous avons modifié notre recommandation pour les marchés secondaires du pays de conserver à acheter en octobre dernier.** Sur une base annuelle, le prix des maisons neuves est demeuré stable ou a baissé quelque peu pour des marchés bien établis comme Beijing, Shanghai et Shenzhen (en décembre 2017). Les marchés de rangs inférieurs ont connu des hausses de prix de 10 %: Chongqing, Guiyang, Kunming et Xi'an (source: National Bureau of Statistics of China).

**Les investisseurs devraient être prudents à l'égard des grandes villes pour le moment, car la réglementation du logement dans les grandes villes s'est renforcée depuis septembre 2017. Les opportunités dans les villes "moyennes" ou "petites" pourraient offrir un meilleur rapport qualité-prix dans les mois à venir.**

Et Singapour?

**Le marché résidentiel a été légèrement plus optimiste en 2017, bien qu'il faille encore faire preuve de prudence.** L'Urban Redevelopment Authority (URA) a publié le 2 janvier 2018 l'estimation de l'indice des prix de la propriété résidentielle privée au 4T17.

**Globalement, l'indice des propriétés résidentielles privées a gagné 1 point, passant de 137,6 points au 3T17 à 138,6 points au 4T17.**

Cela représente une augmentation de 0,7 %, identique à l'augmentation de 0,7 % enregistrée au trimestre précédent. Pour l'ensemble de l'année 2017, les prix ont légèrement augmenté de 1 % contre -3,1 % en 2016.

Hong Kong était le marché le moins abordable en 2017 pour la huitième année consécutive

(source: The 14th Annual Demographia International Housing Affordability Survey, 22 janvier 2018). Les principaux marchés de l'habitation en Australie, en Nouvelle-Zélande et en Chine sont exorbitants. **Derrière Hong Kong, les villes de Sydney et de Vancouver ont consolidé leur position de 2e et 3e marchés immobiliers les moins abordables de l'enquête.** Pendant ce temps, les 10 marchés du logement les plus abordables sont tous situés aux États-Unis, avec Rochester en tête, suivi de Cincinnati, Cleveland et Oklahoma.

Moyen-Orient

L'année a été décevante pour les marchés immobiliers résidentiels des Émirats Arabes Unis. **Les prix et les loyers ont de nouveau baissé par rapport à l'année dernière, bien que le marché des villas à Abu Dhabi ait commencé à montrer des signes de reprise.**

Les prix immobiliers à Dubaï ont chuté de 0,65 % en octobre 2017 et de 2,96 % en glissement annuel. Les prix des appartements ont baissé de 0,68 % sur une base mensuelle et de 2,96 % sur une base annuelle alors que les prix des villas ont diminué de 0,51 % et 1,36 % respectivement (source: indice REIDIN).

**Les loyers à Dubaï diminuent également.** Les loyers d'octobre ont reculé de 0,74 % en rythme mensuel et de 6,27 % en glissement annuel. Les loyers des appartements ont chuté de 0,69 % sur une base mensuelle et de 6,02 % sur une base annuelle, tandis que les loyers des villas ont diminué de 0,96 % (variation mensuelle) et de 7,63 % (variation annuelle).



# CONCLUSION

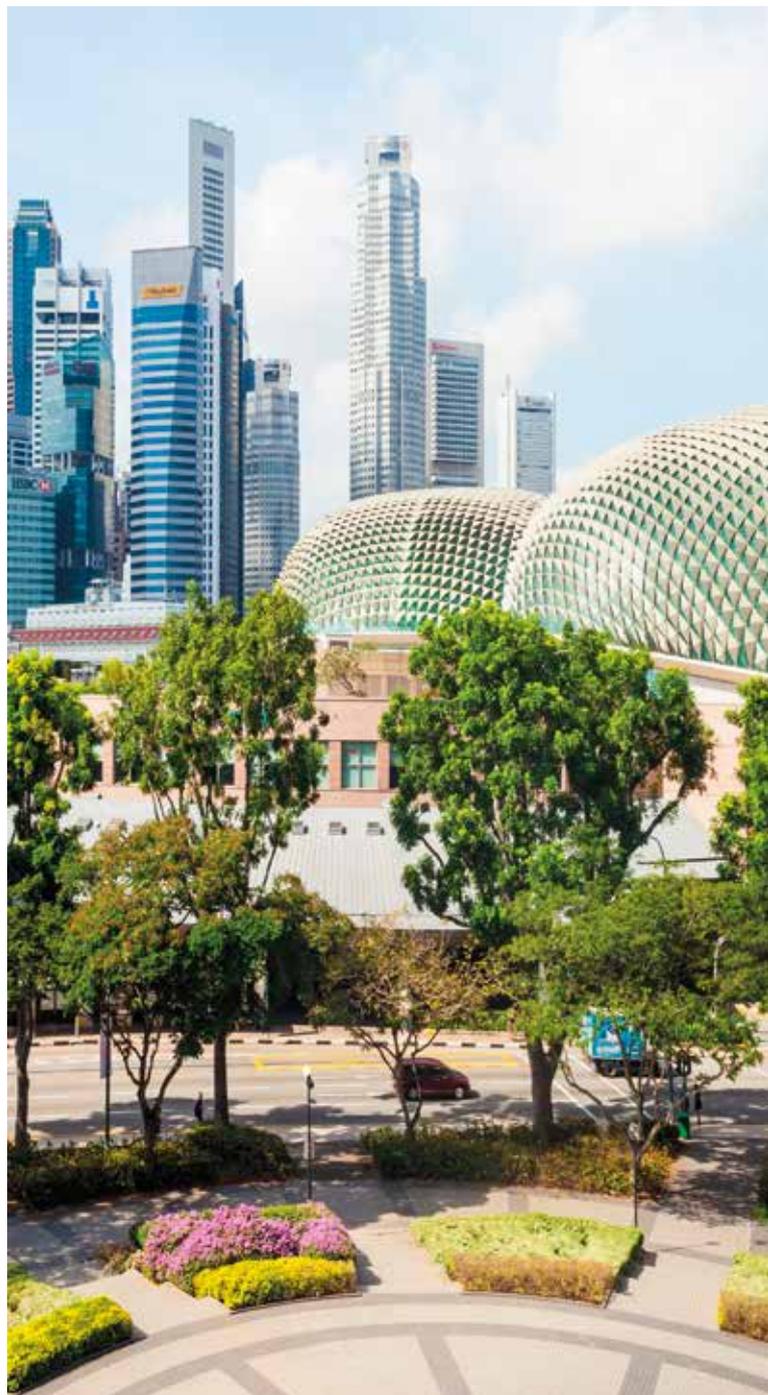
NOUS CROYONS QUE LE RISQUE A ÉTÉ PERÇU DIFFÉREMMENT PAR LES INVESTISSEURS L'AN DERNIER. NÉANMOINS, CE CHANGEMENT DE PERCEPTION A ÉTÉ PLUS "PSYCHOLOGIQUE" QUE "ÉCONOMIQUE" (SUR LES MARCHÉS COMMERCIAUX ET RÉSIDENTIEL).

Mais cela ne s'est pas produit parce que la politique monétaire est restée accommodante dans de nombreuses régions (notamment en Europe). Même dans le contexte difficile des négociations du Brexit, les marchés immobiliers britanniques ont plutôt bien résisté à l'incertitude, terminant l'année sur une note positive. De nombreux investisseurs privés et institutionnels ont continué de se concentrer sur les écarts (déclin) entre les taux de capitalisation nets et les taux d'intérêt sans risque (comme les Obligations assimilables du Trésor en France) plutôt que sur des primes de risque adéquates. Ils le font depuis plus de cinq ans, et ils ont eu raison jusqu'à maintenant!

Que nous réserve l'avenir à présent? **Le rendement des actifs commerciaux ralentira par rapport aux niveaux attrayants de l'an dernier.** Même si les marchés professionnels sont en bonne santé sur de nombreux marchés économiquement matures, les taux d'intérêt - qui devraient augmenter légèrement - ne sont peut-être plus à la base des rendements immobiliers. **Les rendements immobiliers sont menacés par la hausse des taux sans risque.** Les taux de capitalisation devraient se stabiliser ou s'inverser quelque peu, ce qui entraverait logiquement la plus-value du capital. Le même raisonnement peut être utilisé pour d'autres marchés résidentiels.

**Le fait de détenir un portefeuille d'actifs immobiliers répartis dans différents segments et pays est pertinent pour diversifier les revenus plutôt que d'essayer de les surperformer.** Les investisseurs qui recherchent des rendements plus élevés (TRI d'au moins 10 %) devraient donc identifier des opportunités de placement à valeur ajoutée.

Pol Robert Tansens  
Responsable de la Stratégie d'Investissement Immobilier  
BNP Paribas Wealth Management



## **Avvertissement:**

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de 2.497.718.772 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris – France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés des Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas. Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quel que soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques.

Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures. L'information contenue dans ce document a été rédigée sans prendre en considération votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. Tout investisseur doit entièrement comprendre les caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque.

L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. Les principaux risques liés à un investissement dans un produit immobilier sont les suivants :

### **• Risque de liquidité :**

Pour un investissement immobilier, la liquidité correspond à la possibilité de vendre l'actif détenu directement ou constituant le sous-jacent de l'investissement, rapidement et sans impacter défavorablement son prix. Selon leurs diverses caractéristiques, les actifs immobiliers ont des degrés de liquidité variables.

### **• Risque de rendement :**

En fonction du contexte macroéconomique, financier, fiscal ou 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 :**

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 lié à l'emplacement :** A real estate asset is exposed to the risk of depreciation of the location that may directly affect its value or yield (town planning, projects to enhance the value of the area or not, quality of the neighbourhood ...)

### **• 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 (2018). Tous droits réservés.

© Cultura / GraphicObsession

© Howard Kingsnorth / GO Premium / GraphicObsession

© Spaces Images / Blend Images / GraphicObsession

© Mark Williamson Stock Photography / GO Stock / GraphicObsession

© Radius Images / GraphicObsession

© Tom Bonaventure / GO Free / GraphicObsession

© Rui Wang / GO Premium / GraphicObsession

© George Hammerstein / Fancy / GraphicObsession

© John W Banagan / GO Free / GraphicObsession

© Henryk Sadura / Tetra Images / GraphicObsession

© Dirk Wüstenhagen / Westend61 / GraphicObsession

© fotog / Tetra Images / GraphicObsession

**Pol Robert Tansens, MRICS**

Responsable de la stratégie d'investissement immobilière

BNP Paribas Wealth Management

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

**Directrice de publication**

Claire Roborel de Climens

Responsable investissements non-cotés

BNP Paribas Wealth Management

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



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

La banque  
d'un monde  
qui change