

STRATÉGIES IMMOBILIÈRES DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS : MODÈLE PATRIMONIAL OU FINANCIER ?

QUELQUES ÉLÉMENTS DE COMPARAISON INTERNATIONALE

ANNE CARON *

L'épargne institutionnelle est une épargne financière à horizon long gérée par de grandes institutions (caisses de retraite, compagnies d'assurance) dont la gestion des actifs obéit à des normes fiduciaires rigoureuses. Celles-ci imposent des investissements prudents s'attachant essentiellement à assurer une faible volatilité et un rendement suffisant pour garantir le service des engagements futurs.

L'allocation des actifs est marquée par le principe général de la diversification des formes de placement qui doit, d'une part, concilier les logiques patrimoniale et financière et d'autre part réduire le risque global du portefeuille. Parce qu'ils cherchent à se protéger contre le risque en le diversifiant plutôt qu'en le contrôlant micro-économiquement, les investisseurs institutionnels se tournent de manière privilégiée vers les marchés d'actifs négociables plutôt que vers le financement de projets individualisés. De ce fait, ils traitent une information statistique et publique plutôt qu'une information sur mesure et privée¹.

Par ailleurs, ils allouent de manière non systématique et rarement intégrée dans la composition globale des portefeuilles une partie des fonds à des placements qualifiés «d'actifs non renouvelables» (les terrains, vignobles, forêts, biens immobiliers de prestige, et si cela est autorisé des matières premières telles que l'or, œuvres d'art). Ces actifs se caractérisent par la rigidité relative de leur offre qui les rend à des degrés divers invincibles au temps et à l'usage.

375

* Caisse des Dépôts et Consignations - Article préparé pour le séminaire organisé par la Caisse des Dépôts et Consignations sur le thème de l'épargne immobilière institutionnelle dans le monde, 6/7 décembre 1993 Paris.

1 Voir Aglietta, Brender, Coudert «La Globalisation financière : l'Aventure obligée» *Economica* 1990

Or, l'investissement immobilier, selon les produits et les marchés qu'il recouvre, est plus proche d'un type d'allocation que de l'autre. Ainsi, toute synthèse des comportements d'investissement se heurte aux multiples réalités des marchés immobiliers à travers le monde.

Néanmoins, en tentant de rassembler une information trop souvent partielle, on cherche ici à esquisser la grille d'analyse la plus pertinente des profils immobiliers des grandes institutions gestionnaires d'épargne au niveau mondial en distinguant d'une part les rationalités dont procèdent les choix d'allocation et d'autre part les pratiques d'investissement et de gestion.

1. Quelques éléments de comparaison

Au début des années 90, l'allocation moyenne des portefeuilles institutionnels à l'immobilier en fonds propres est comprise souvent entre 3 et 20% selon les pays. Par ailleurs, en recoupant diverses sources, généralement non officielles, on peut évaluer l'importance des grands marchés immobiliers institutionnels (compris comme des marchés d'investissement de rapport dans l'immobilier d'entreprise et selon les cas dans le logement) à partir de l'estimation du total des patrimoines (voir tableau 1).

Tableau 1

376

	Poids de l'immobilier dans les portefeuilles (en %)		Montant total estimé des portefeuilles immobiliers (en milliards de \$)
	Retraite	Assurances	
Etats-Unis	3,5	3	150
Royaume-Uni	7	9,5	95
Japon (1)	1	5	90 (2)
France (1)	2	12	35 (2)
Pays-bas	13	9	35
Allemagne (1)	6	6	32

(1) Valeur historique

(2) Assurances seulement

Source : Statistiques financières, Estimations Caisse des dépôts et consignations

Les principaux marchés sont les Etats-Unis, le Royaume Uni, l'Allemagne, le Japon, la France et dans une moindre mesure certains pays d'Europe, parmi lesquels les Pays-Bas, la Suisse, l'Europe du Sud et la zone scandinave.

Néanmoins, ces estimations sont loin de mesurer le poids respectif de chacun de ces marchés tant sont déterminantes les spécificités nationales.

1.1 - Les spécificités nationales : quelques exemples

- Le facteur le plus déterminant concerne les structures de l'épargne, en particulier le poids respectif de l'assurance-vie dans les portefeuilles financiers des ménages et la nature des régimes de retraite selon qu'il s'agit de régime par capitalisation (Etats-Unis, Royaume-Uni, Pays-Bas, Canada), par réserves (Allemagne) ou par répartition (France);

- Les estimations recueillies ne sont pas comparables en raison de l'hétérogénéité des méthodes d'évaluation et des traitements comptables des avoirs immobiliers. En Allemagne, au Japon et en France les avoirs sont comptabilisés à leur coût historique. En revanche, les valeurs de marchés sont retenues aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et aux Pays-Bas. Aussi l'exposition immobilière des compagnies d'assurances françaises est-elle, par exemple, plus proche de 20% que des 12% affichés.

- L'importance respective du financement en fonds propres et du financement hypothécaire diffère selon les pays. Aux Etats-Unis, le financement en fonds propres de l'immobilier d'entreprise est traditionnellement très faible, comparé à l'encours hypothécaire estimé en 1992 à 750 milliards de dollars.

A la fin de 1992, l'encours de créances hypothécaires des seules compagnies d'assurance-vie ressort à 240 milliards de dollars, soit 17% du total de leurs actifs. L'essentiel - 222 milliards de dollars - concerne l'immobilier commercial². En revanche, les investissements en fonds propres sont limités, aux environs de 40 milliards de dollars (soit 2,8% de leurs portefeuilles) dont seulement la moitié a des fins d'investissement de rapport.

De manière générale, on retiendra le poids important des créances hypothécaires dans le total des portefeuilles au Canada, aux Etats-Unis, aux Pays-Bas et en Allemagne.

- Un autre élément concerne les structures d'accession qu'il s'agisse du logement ou de l'immobilier d'entreprise. L'occupation en compte propre par les entreprises de leurs locaux d'exploitation est traditionnelle en Allemagne et explique pourquoi les institutionnels allemands sont peu présents sur ce marché. *A contrario*, en raison d'un taux d'accession résidentielle des ménages moins marqué en Allemagne, ils détiennent un patrimoine résidentiel.

Pour les mêmes raisons, mais cette fois inversées, les institutionnels

² L'essentiel de ces créances hypothécaires est adossé sur le financement des *Guaranteed interest contracts (GICs)* dont l'encours est d'environ 200 milliards

britanniques sont très présents en immobilier d'entreprise et absents des marchés résidentiels.

1.2 - L'ancienneté des institutions sur les marchés immobiliers : de l'investissement à la gestion des portefeuilles

Globalement, les compagnies d'assurance-vie sont les acteurs les plus anciennement engagés sur les marchés immobiliers, soit en investisseur direct en fonds propres, soit en prêteur hypothécaire de manière directe ou plus récemment indirecte *via* la titrisation des créances et ce, afin de financer la promotion et l'acquisition par des tiers d'investissements immobiliers.

En revanche, à l'exception des fonds de pension britanniques et des fonds privés néerlandais, traditionnellement, les fonds de pension n'étaient pas présents, soit dans le cas des régimes par répartition parce que la nature du régime (faiblesse des réserves) ne leur permettait pas d'investir significativement, soit dans le cas des régimes de capitalisation parce que la législation leur interdisait de le faire.

A partir de la moitié des années 70, la suppression de contraintes réglementaires va permettre à un certain nombre d'institutions d'acquérir un patrimoine immobilier. A la suite de la législation ERISA de 1974, les fonds de retraite privés américains (puis indirectement publics) vont être incités à diversifier leurs portefeuilles vers l'immobilier ; de la même manière, au cours de la décennie 80, les fonds suédois, la caisse des fonctionnaires aux Pays-Bas.

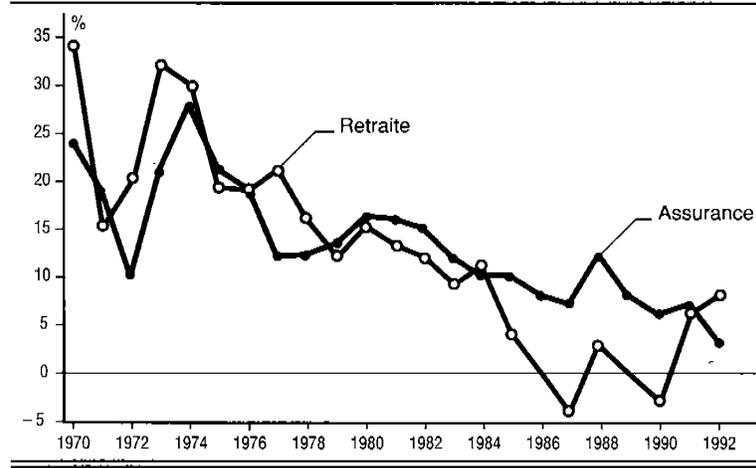
378

De manière générale, au cours des années 70, les institutions déjà présentes sur les marchés vont poursuivre des politiques d'allocation très significatives (*voir graphique 1 exemple britannique*) sous l'effet conjugué de trois facteurs principaux.

Le contexte inflationniste ainsi que les mauvaises performances des marchés boursiers ont favorisé l'investissement immobilier : élément de protection du portefeuille et placement intéressant. Enfin, la jeunesse des régimes de retraite a mis à la disposition des gestionnaires d'importantes liquidités à investir. Aussi à la fin des années 70, l'exposition à l'immobilier des portefeuilles atteint son maximum : 25% au Royaume-Uni (*voir graphique 2*), près de 30% en Suisse, au Japon.

En revanche, au cours des années 80, globalement ces institutions vont passer d'une phase d'investissement qui correspondait dans certains cas à la constitution de leurs portefeuilles immobiliers à une phase de gestion. Celle-ci s'est traduite, soit par une attention plus grande portée à la diversification du portefeuille (*voir plus loin*), soit par un relatif désengagement en particulier du logement. Et ce dans le contexte d'une désinflation durable et des bonnes performances des marchés des actions.

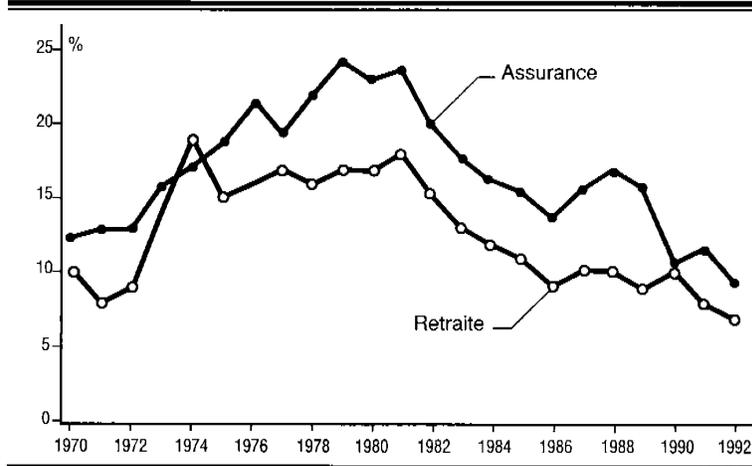
Graphique 1
Allocation des institutionnels britanniques en immobilier
 (en % des flux d'investissements nets annuels 1970-1992)



Source : CSO Financial Statistics

379

Graphique 2
Exposition des portefeuilles britanniques à l'immobilier
 (en % du total des actifs 1970-1992)



Source : CSO Financial Statistics

Par ailleurs, les compagnies d'assurance ont vu la durée de leurs engagements se raccourcir et, dans un contexte concurrentiel accru, les contraintes de rendement se renforcer. Or les rendements offerts par l'immobilier sont apparus trop faibles au regard de ces exigences.

En revanche, elles ont amorcé ou confirmé un redéploiement très marqué de leur activité en matière de gestion pour compte de tiers, en particulier de nouveaux investisseurs, en phase de constitution de patrimoine, qui ont émergé au cours de la décennie : les fonds de pension (essentiellement les fonds américains), les institutions étrangères qui internationalisent leurs portefeuilles et les particuliers.

2. Les processus d'allocation des actifs immobiliers

Trois principaux facteurs jouent dans les décisions d'allocation des portefeuilles institutionnels :

- les contraintes réglementaires
- la structure des engagements
- la perception des rendements

Compte tenu des assouplissements intervenus au cours de la dernière décennie, les réglementations nationales concernent essentiellement les règles d'évaluation et la fiscalité et ne s'interprètent plus comme des contraintes de placement. En revanche, selon la nature des indexations qui régissent leurs engagements, les institutions restent plus ou moins incitées à détenir de l'immobilier.

Tableau 2 :
Fonds de pension : réglementation des placements immobiliers

	Maximum légal	Allocation effective
Etats-Unis	Non	3,4 %
Royaume-Uni	Non	7 %
Pays-Bas	Non	13 %
Australie	Non	12 %
Belgique	40 %	8 %
(y compris prêts hypothécaires)		
Suisse	50 %	16 %
Japon	20 %	1 %
Canada	25 %	7 %
Allemagne		6 %
Terrain	5 %	
Immeubles	10 %	

L'expression d'une rationalité patrimoniale

Traditionnellement, la rationalité des décisions d'investissement immobilier par les investisseurs institutionnels semble avoir été liée à la prise en compte de la longue durée de leurs engagements (supérieure à 15 ans).

En effet, l'immobilier conjugue plusieurs facettes, à la fois comme support privilégié de la logique patrimoniale et comme valeur refuge, mais aussi compte tenu de la nature «réelle» de l'actif qui est censé assurer une bonne protection contre l'inflation. En contrepartie, on lui reconnaît une moindre liquidité et la charge de coûts de gestion élevés.

Dans ce cadre, les préoccupations de rendement sont moindres. L'immobilier n'est pas là pour améliorer significativement la performance du portefeuille ou alors de manière opportuniste. Aussi, la gestion du rendement est-elle plutôt passive, les arbitrages peu fréquents.

La tentative d'intégration de l'actif immobilier

Au cours des années 70/80, un certain nombre d'études menées aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne ont cherché à «rationaliser» le rôle financier de l'actif immobilier, grâce aux travaux menés en termes de choix de portefeuille (Markowitz). Les portefeuilles efficients, pour un rendement global donné, présentent un risque minimum ou, de façon analogue, maximisent le rendement global pour un niveau de risque fixé, le risque étant ici défini comme la variance du rendement.

La plupart de ces études ont conclu que même pour des portefeuilles à forte aversion au risque (caisses de retraite, par exemple), l'allocation de l'actif immobilier devrait être considérablement supérieure à 10%.³ En effet, selon ces études, l'actif immobilier présente une volatilité acceptable des rendements et une faible corrélation avec les autres actifs financiers, gage d'une diversification des risques appréciable.

Néanmoins, certains⁴ ont souligné le caractère profondément faussé de telles analyses, principalement l'erreur qui consiste à évaluer le risque immobilier par la mesure de l'écart-type des rendements. L'hypothèse d'efficience de marchés implique globalement l'idée que le prix des actifs reflète selon le degré d'efficience tout ou partie des informations publiquement disponibles. Ceci n'est clairement pas vérifié sur les marchés immobiliers.

³ Voir en particulier G. Brown : *Property Investment and the Capital Markets*, EGFNSPON, 1991.

⁴ Voir A. Baum : *A Critical Examination of the Measurement of Property Investment Risk*, Cambridge University, discussion paper n° 22, 1989.

BD Mac Gregor et N. Nanthakumaran : *the Allocation to property in the multi-asset portfolio : the evidence and theory reconsidered*, *Journal of Property Research*, 1992. Voir A. Baum : *A Critical Examination of the Measurement of Property Investment Risk*, Cambridge University, discussion paper n° 22, 1989.

Il faut donc en conclure que l'approche, en termes de choix de portefeuille en raison de l'opacité du marché immobilier a manifestement sous-estimé, voire mal interprété le risque immobilier dans sa spécificité⁵.

Faute d'un statut théoriquement établi, les allocations en matière d'investissement immobilier apparaissent bien comme des compromis entre un savoir empirique, des réglementations et des habitudes de place.

Le savoir empirique retient que sous réserve d'une bonne gestion du risque locatif, l'actif immobilier est la garantie de revenus locatifs, encadrés dans une structure de baux protectrice qui permettent sur longue période à l'actif de bénéficier d'une valorisation égale, voire légèrement supérieure à celle de la croissance économique.

Les particularités de l'outil et du cycle de production immobilier confère à l'actif une spécificité cyclique indéniable par rapport aux autres actifs financiers. Ceci est le gage d'une diversification certaine des risques de portefeuilles. La non-efficience du marché immobilier signifie qu'à la différence des autres marchés, la possibilité de réaliser des gains supérieurs à l'ensemble du marché est possible, en exploitant ou en créant des asymétries d'informations.

Enfin, à ce savoir se conjugue l'importance des habitudes nationales qui forment véritablement des consensus de marché en matière d'allocation⁶.

382

«Ceux-ci inter-agissent sur ce qui est disponible sur un marché donné et donc sur ce que les investisseurs trouvent à acheter dans leur pré carré».

3. Les modalités d'investissement et de gestion

Trois points semblent déterminants: le choix des supports d'investissement, la maîtrise des diversifications à l'intérieur des portefeuilles et enfin le contrôle des performances.

3.1 les modalités de contrôle : contrôle direct versus véhicules

A l'exception des Etats-Unis, les portefeuilles immobiliers institutionnels sont majoritairement constitués d'investissements directs. L'investissement est direct quand l'investisseur garde le contrôle des décisions importantes (allocation, arbitrage). Dans le cas contraire, l'investissement est indirect. C'est essentiellement le cas aux Etats-Unis où une grande partie des patrimoines immobiliers des caisses de retraite est gérée dans des fonds communs (*commingled real estate funds* ou CREFs)

⁵ voir discussion dans F. Legros et B. Lefebvre : le comportement des institutionnels en matière d'immobilier et de logement dans ce numéro.

⁶ Voir Denis Vilain : La réglementation des placements est-elle vraiment contraignante ? Revue d'Économie Financière n° 11, Décembre 1989.

Tableau 3
Répartition des investissements selon le degré de contrôle

	Direct	Indirect
Etats-Unis	50 %	50 %
Royaume-Uni	80 %	20 %
France	70 %	30 %
Pays-Bas	78 %	22 %
Allemagne	90 %	10 %

Source: Boston Consulting Group (1992)

3.2 La maîtrise des diversifications

L'allocation des fonds institutionnels à l'immobilier est réalisée en deux temps : tout d'abord, une allocation optimale du portefeuille à l'actif immobilier puis le choix d'une diversification interne au portefeuille immobilier entre différents critères.

L'intérêt porté à la diversification du portefeuille immobilier s'est affirmé au cours de la dernière décennie, en particulier aux Etats-Unis. Une enquête révèle que seuls 8 % des gestionnaires ne procèdent à aucune diversification explicite. En revanche, lors d'une enquête précédente (1984), la proportion était de 40 %.

383

Tableau 4
Les pratiques de diversification des gestionnaires
immobiliers institutionnels américains
(en % des personnes interrogées)

Produit immobilier	89 %	Age de l'immeuble	17 %
Taille de l'immeuble	50 %	Région	72 %
Secteur économique du locataire	34 %	Aire métropolitaine	39 %
Allocation fixe par produits	5 %	Dynamique économique	41 %
Pas de critère de diversification	8 %	Structure du bail	32 %
		Autres	13 %

Source : Marc A. Louargand «A survey of Pension fund Real estate portfolio; Risk management Practices» in the Journal of Real Estate Research 1992 Fall

On distingue deux principaux types de diversification, par produit et par localisation. D'autres critères peuvent être pris en compte par exem-

ple, l'obsolescence des produits, le secteur économique des locataires, la structure du bail.

La diversification d'un portefeuille immobilier a fait l'objet de nombreuses études, essentiellement aux Etats-Unis dont le marché immobilier par sa diversité régionale se prête particulièrement bien à de telles applications⁷. Ces études ont cherché à partir de nouveaux critères de diversification tels que la dynamique économique (*economic location*) à modéliser des portefeuilles immobiliers efficaces.

Néanmoins, l'enquête révèle que seulement 16 % des gestionnaires ont recours à un modèle d'allocation optimale entre les différents types d'investissements immobiliers.

Il est très difficile de retracer avec précision et sur une base consolidée les évolutions sectorielles des portefeuilles immobiliers des grands institutionnels. On se contentera de donner quelques indications sur la diversification par produit et internationale.

Quelques indications sur la diversification par produit

Quatre types de produits immobiliers sont à la disposition des investisseurs: le logement de rapport, les bureaux, les locaux d'activités et les commerces. On peut inclure dans cette dernière catégorie le secteur du tourisme, hôtels, résidences de vacances, golfs, résidences pour personnes âgées.

384

Un relatif désengagement du logement

La première distinction qui s'impose concerne le logement. Absent des portefeuilles britanniques, il n'occupe qu'une faible part des portefeuilles américains. En revanche, il représente près de 50% des patrimoines des compagnies d'assurances allemandes et françaises.

Tableau 5
Répartition par secteur des portefeuilles immobiliers institutionnels américains (en %)

Bureaux	36,8 %
Commerces	24,0 %
Industriel	16,6 %
Appartements	10,8 %
Hôtels	2,0 %
Autres	9,8 %

Source : Pensions and Investments 1991

⁷ Voir en particulier D. Hartzell, D. Shulman, C. Wutzenbach, *Refining the Analysis of Regional Diversification for Income-producing Real Estate* - Journal of Real Estate Research 1987.

Au cours de la décennie 80, compte tenu de la faiblesse des rendements perçus, les investisseurs institutionnels se sont sensiblement désengagés du logement au profit des bureaux.

La part croissante des commerces

L'évolution sectorielle la plus marquée concerne les institutionnels britanniques qui se sont progressivement retirés du secteur des bureaux, en particulier du centre de Londres au profit des commerces, réalisés en promotion directe et répartis sur l'ensemble du territoire britannique.

Tableau 6 : Répartition par secteur des portefeuilles immobiliers institutionnels britanniques

	1975	1980	1985	1992
Commerces	21,5	28	35,1	41,6
Bureaux (Dont centre Londres)	66,4	57	52,6	43,8 (22,0 %)
Industriel	12,1	15,1	12,3	14,6

Source : IPD (Investment Property Databank)

Les débuts de la diversification internationale

Les théories qui militent en faveur de la diversification internationale soulignent que les investissements trans-frontières offrent un potentiel accru de rentabilité tout en réduisant le risque total du portefeuille.

Faute de données comparatives suffisamment fiables, la démonstration reste à faire pour l'actif immobilier. Néanmoins, l'internationalisation des portefeuilles s'est amorcée au cours de la décennie 80 à la suite d'un assouplissement général des dispositions relatives au contrôle des capitaux et aux investissements directs à l'étranger de certains types d'institutions, en particulier japonaises et suédoises.

L'internationalisation des investissements britanniques et hollandais date des années 70, principalement faite aux Etats-Unis et dans une moindre mesure en Europe continentale (Paris, Pays-Bas, Bruxelles).

Dans le courant des années 80, les japonais, les suédois, et plus récemment les français et les allemands ont à leur tour investi à l'étranger, essentiellement aux Etats-Unis, à Londres, et dans une moindre mesure en Europe continentale (Paris, Bruxelles, Madrid, villes allemandes). Bien que régulièrement annoncée, l'internationalisation des investissements américains n'a pas encore eu lieu.

Les modalités d'internationalisation sont diverses. Les investisseurs les plus anciens, généralement les investisseurs néerlandais ou britanniques

ont établi des filiales en propre. D'autres ont confié la gestion de leur patrimoine à des opérateurs domestiques, qu'il s'agisse d'opérations détenues en totalité ou en partenariat avec d'autres institutions.

A l'exception des investisseurs néerlandais, le degré d'internationalisation de l'ensemble des portefeuilles immobiliers reste faible, généralement inférieur à 10%. Les institutions néerlandaises ont investi environ un tiers de leurs portefeuilles à l'étranger, principalement aux Etats-Unis et en Allemagne.

On constate la forte concentration des investissements étrangers sur quelques grands centres urbains dont la vocation de «global cities» s'est affirmée durant la décennie 80.

Tableau 7 : *Montant des avoirs étrangers*
(\$ milliards)

Etats-Unis	40
Royaume-Uni	18
France	9
Allemagne	9
Pays-Bas	4

Source : estimations CDC

386

Si les marchés immobiliers restent nettement moins internationalisés que les marchés boursiers (les avoirs étrangers à la Bourse de Paris représentent un tiers de la capitalisation totale par exemple), l'institutionnalisation des marchés immobiliers se confirme sous l'effet de la globalisation des portefeuilles.

On doit en attendre des modifications profondes quant au fonctionnement des marchés eux-mêmes, entre autres une homogénéisation des méthodes et des comportements, une plus grande liquidité, voire des ajustements plus rapides en termes de valeurs.

3.3 *Contrôle des performances et modes de gestion*

Les marchés de la gestion externe de portefeuilles immobiliers institutionnels ne sont véritablement développés qu'aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Il s'agit par ailleurs des deux seuls marchés où il existe des indices de performances reconnus et utilisés par l'ensemble des professionnels : l'indice Franck-Russell NCREIF aux Etats-Unis et l'indice d'IPD (*institutional property databank*)

L'existence de tels indices a des répercussions sur la perception des rendements. Ils font naître une demande de services de gestion et une concurrence possible entre les prestataires. Ceci est généralement perçu comme un facteur d'efficacité des marchés⁹.

⁹ Voir EP Davis, «Structural features of fund management industry», Bank of England - 1992.

De manière générale, l'industrie de la gestion est réputée très concurrentielle. Néanmoins, elle est fortement concentrée, les barrières à l'entrée étant importantes. Les marchés de la gestion aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ont tendance à évoluer vers une structure polarisée, d'un côté de grands gestionnaires intégrant l'ensemble des produits, et de l'autre, des gestionnaires indépendants spécialisés sur des niches. Dans un contexte concurrentiel accru, on doit s'attendre à une plus grande différenciation des prestations.

Conclusion : modèle financier versus modèle patrimonial

Au terme de l'analyse, il semble possible de mettre en évidence deux modèles relatifs non pas tant à la détention en elle-même d'un patrimoine immobilier mais plutôt au processus d'allocation et aux modalités de gestion du portefeuille: un modèle financier et un modèle patrimonial.

Les variables déterminantes de ces modèles sont respectivement :

- les motivations principales,
- le type de contrôle exercé sur les investissements,
- le degré et la maîtrise de la diversification,
- l'utilisation d'indices de marché pour le contrôle des performances,
- le degré de concurrence des modes de gestion entre eux,
- le type de gestion (fréquence des arbitrages),
- l'horizon retenu.

387

L'ensemble de ces variables conduit dans le modèle financier à une intégration complète de l'actif immobilier dans le processus d'allocation du portefeuille, et dans le modèle patrimonial à une allocation opportuniste.

	MODELE FINANCIER	MODELE PATRIMONIAL
Motivations	Privilégie le rendement courant	. Valeur refuge . protection contre l'inflation
Contrôle (supports d'investissement)	Tend vers l'indirect	Direct
Diversification portefeuille	Systematique	Non systematique
Contrôle des performances	Utilisation d'indices (référence au marché)	Non utilisation d'indices
Modes de gestion	Concurrence	Non concurrence (interne)
Processus d'allocation	Intégration dans l'allocation globale	Non intégration
Type de gestion - Arbitrage	Plutôt active	Plutôt passive
Horizon implicite	Inférieur à 15 ans	Supérieur à 15 ans

C'est bien évidemment entre ces cas polaires que se situent aujourd'hui les réalités. Schématiquement, il apparaît que les institutions néerlandaises et britanniques sont plus proches du modèle financier. En revanche, les institutions françaises, allemandes et japonaises relèvent encore largement du modèle patrimonial.

Un certain nombre d'évolutions que l'on peut qualifier de techniques telles que :

- la réduction des asymétries en matière d'information grâce au développement des banques de données,
- la multiplicité des intervenants sur chacun des marchés en raison de l'internationalisation des portefeuilles,
- l'homogénéisation des méthodes d'évaluation,
- la sophistication des supports d'investissement vont certainement favoriser l'affirmation d'un modèle financier sur l'ensemble des marchés immobiliers institutionnels.

Ces évolutions porteuses d'une meilleure efficacité technique des marchés devraient en améliorer les procédures d'allocation. Elles devraient par ailleurs se traduire par des allocations sensiblement supérieures à celles que l'on observe aujourd'hui. Ces évolutions ne sont vraisemblablement possibles qu'à la condition d'avancées théoriques significatives, en particulier une meilleure connaissance des spécificités du risque immobilier. A cet égard, les recherches menées sur les cycles immobiliers sont particulièrement intéressantes. Faute de quoi, les contradictions déjà soulignées persisteraient, c'est-à-dire une convergence formelle et technique vers le modèle financier mais des allocations effectives plus proches de celles relevant du modèle patrimonial.