

LA PLACE DE L'ACTIF IMMOBILIER DANS LES PORTEFEUILLES INSTITUTIONNELS

COMPTE-RENDU DU SÉMINAIRE

1^{ère} table ronde : ***Les portefeuilles institutionnels immobiliers, comparaisons internationales***

M. RACT-MADOUX présente les membres de la table ronde : le Pr. Case, (Wellesley College) Mme Caron (CDC), M. Kostin (vice-président de Salomon Brothers), M. Oakeshott (OLIM Ltd) et M. Artus (CDC).

A. *CARON* rappelle que, pour l'épargne institutionnelle, l'allocation des actifs se caractérise par le principe de la diversification des formes de placements. Les investisseurs institutionnels privilégient les marchés d'actifs négociables plutôt que les financements de projets individualisés. De ce fait, ils traitent une information statistique et publique plutôt qu'une information «sur mesure» et privée. Mais ils allouent aussi une partie des fonds à des placements qualifiés «d'actifs non renouvelables» tels que terrains, vignobles, forêts, bien immobiliers de prestige et, si cela est autorisé, matières premières et oeuvres d'art. Toute la complexité de l'analyse tient à ce que, selon les pays, les produits et les institutions, l'investissement immobilier est plus proche du premier ou du second type d'allocation. Il convient donc de rassembler quelques éléments de comparaison.

Il apparaît qu'au début des années 1990, l'allocation moyenne des portefeuilles institutionnels à l'immobilier en fonds propres est comprise entre 3 et 20 % selon les pays. Par ailleurs, on peut estimer l'importance des grands marchés immobiliers institutionnels à partir de l'estimation du total des patrimoines. Néanmoins, ces estimations sont loin de mesurer le poids respectif de chacun des marchés tant sont déterminantes les spécificités nationales, dont on donnera ci-après quelques exemples.

Le facteur le plus important concerne les structures de l'épargne, et en particulier le poids de l'assurance-vie dans les portefeuilles financiers des ménages, et la nature des régimes des retraite selon qu'il s'agit de régimes

par capitalisation (Etats-Unis, Royaume-Uni, Pays-Bas, Canada), par réserves (Allemagne) ou par répartition (France). D'autre part les estimations recueillies ne sont pas comparables de par l'hétérogénéité des méthodes d'évaluation et des traitements comptables des avoirs immobiliers, qui peuvent être comptabilisés à leur coût historique ou à la valeur de marché. Par ailleurs, l'importance respective du financement en fonds propres et du financement hypothécaire diffère selon les pays. Aux Etats-Unis par exemple, le financement en fonds propre de l'immobilier d'entreprise est traditionnellement très faible, comparé à un encours hypothécaire estimé à 750 milliards de dollars en 1992.

Un autre élément spécifique concerne les structures d'accession, qu'il s'agisse du logement ou de l'immobilier d'entreprise. Ainsi, les institutionnels allemands sont peu présents dans l'immobilier d'entreprise car l'occupation en compte propre par les entreprises de leurs locaux d'exploitation est traditionnelle en Allemagne. A contrario, ils détiennent un patrimoine résidentiel, car le taux d'accession des ménages à la propriété n'est pas très élevé dans ce pays. On assiste à un phénomène inverse au Royaume-Uni.

Ces spécificités relevées, il convient aussi de prendre en compte l'ancienneté de l'intervention des institutions sur les marchés immobiliers. D'une manière générale, les compagnies d'assurance-vie y sont les acteurs les plus anciennement engagés. Traditionnellement, les fonds de pensions n'y étaient pas présents, à l'exception des fonds de pensions britanniques et des fonds privés néerlandais. Mais, à partir de 1975 environ, la suppression de contraintes réglementaires va permettre à un certain nombre d'institutions nouvelles d'acquérir un patrimoine immobilier, cependant que les institutions déjà présentes sur les marchés vont poursuivre des politiques d'allocation très significatives sous l'effet conjugué de trois facteurs principaux : le contexte inflationniste et les mauvaises performances des marchés boursiers favorisent l'investissement immobilier et la jeunesse des régimes de retraites met à la disposition des gestionnaires d'importantes liquidités à investir.

Au cours des années 80, on passe à une phase de gestion des portefeuilles qui se traduit par un relatif désengagement, par une plus grande importance attachée à la diversification, et par le redéploiement des activités des compagnies d'assurance sur la gestion pour le compte de tiers.

Trois facteurs jouent dans le processus d'allocation des actifs immobiliers. Les contraintes réglementaires d'abord, les institutionnels étant, selon l'indexation des passifs, plus ou moins amenés à détenir de l'immobilier dans leurs placements. Les structures d'engagement, ensuite. Lorsque l'investissement est conçu comme l'expression d'une rationalité patrimoniale, les préoccupations de rendement sont relativement accessoires,

la gestion est plutôt passive, les allocations sont assez faibles. La prise en compte des rendements de l'immobilier est intervenue à la suite de travaux théoriques qui, au début des années quatre-vingt, ont montré que l'immobilier pouvait représenter jusqu'à 20% des portefeuilles. En pratique, les allocations ne vont jamais jusque là. D'ailleurs ces théories sont basées sur des séries statistiques relativement courtes, biaisées, et ces analyses ont pour première hypothèse la rationalité et l'efficacité des marchés - conception utopique.

À la fin des années 80, il est devenu clair que la théorie des choix de portefeuilles n'a pas donné d'outils concrets d'allocation et a mal interprété le risque immobilier. Les processus d'allocation restent des compromis.

Analysant les éléments des modalités de gestion, Mme Caron traite successivement :

- des modalités de contrôle : elle note qu'aujourd'hui l'essentiel des patrimoines immobiliers est sous forme directe à plus de 80% sauf aux Etats-Unis ;

- de la maîtrise des diversifications : cette diversification des portefeuilles devient un souci important et l'on note un relatif désengagement du logement ;

- de la diversification internationale (les institutionnels les plus anciennement internationalisés étant les Britanniques et les Néerlandais).

En conclusion, on peut intégrer ces variables dans deux modèles : un modèle financier et un modèle patrimonial.

Dans le modèle financier, la principale motivation est le rendement courant ; la diversification des portefeuilles y est systématique ; le contrôle de performance utilise les indices ; les modes de gestion sont concurrentiels ; la gestion est plutôt active ; l'horizon implicite est à moins de quinze ans.

Dans le modèle patrimonial, on note l'importance du rôle de valeur refuge de l'actif immobilier.

On constate des évolutions techniques vers une convergence autour du modèle financier, qui devraient se traduire à l'avenir par des allocations supérieures à celles d'aujourd'hui.

Or - contradiction - on a encore des allocations plus proches du modèle patrimonial. Le modèle financier ne pourra progresser qu'au prix d'avancées importantes dans la gestion du risque patrimonial.

M. le professeur CASE, précisant que la «spéculation» dont il va parler est simplement l'anticipation des plus values en capital, regrette l'absence de son collaborateur, le professeur Shiller - qui croit au marché spéculatif.

Il pense qu'il y a beaucoup à apprendre de l'évolution des prix de

l'immobilier résidentiel. Les marchés résidentiels et fonciers ont évolué de pair. M. Case a été frappé, à la Défense, de voir combien le marché français avait évolué comme le marché américain. Le comportement des banques et des institutionnels a été parallèle en France et aux Etats-Unis.

Le Pr. Case a commencé en 1985 son observation du marché immobilier, entrepris en collaboration avec le professeur Shiller.

Il s'est produit une explosion des prix du marché en raison notamment de l'augmentation de la valeur des terrains ; cette augmentation considérable de l'immobilier a eu lieu en un temps très court. S'efforçant d'expliquer cette situation, en collaboration avec le Pr Schiller, le Pr. Case a constaté qu'il y avait pas de comportements rationnels sur les marchés et qu'un marché poussé par des anticipations aboutissait à des résultats imprévisibles qui ne satisferaient personne

Les cycles de «boom and bust» ont des conséquences dramatiques sur les performances économiques et donc sur l'emploi ; ainsi a-t-on constaté de brusques alternances d'augmentations et de pertes d'emplois. Le Pr Case examine ensuite le comportement des institutions financières aux Etats-Unis. Lorsqu'il s'agit de prêter à des entreprises les choix peuvent être difficiles. Avec l'immobilier cela paraît plus simple : en 1988, 76 % des prêts ont été gagés sur l'immobilier. Les banques se battaient pour savoir qui en avalerait le plus, mais c'est le vainqueur qui est tombé malade ! La spéculation rend en effet le marché très volatile et les conséquences en ont été lourdes pour les contribuables. Toutefois, et c'est ce qui permet de rester optimiste, on a constaté aussi qu'il était possible de survivre aux cycles.

M. D. KOSTIN rappelle que la théorie du portefeuille vise à indiquer comment on peut arriver au meilleur rendement avec le plus petit risque. Il s'agit donc d'évaluer la volatilité des éléments du portefeuille. Mais comment apprécier la répartition des actifs ? Le taux de rendement est difficile à mesurer. Les prix des transactions ne sont pas disponibles et il est difficile de déterminer la valeur réelle des propriétés. L'incertitude est d'autant plus grande que les actifs sont diversifiés. Voici un mois un procès a été intenté contre Prudential, accusé de surévaluer systématiquement ses investissements pour attirer les clients. Bien entendu une telle accusation pourrait être portée contre tous les portefeuilles. Mais il importe de reconnaître que ces accusations n'ont pas été prouvées.

A propos du rôle des allocations d'actifs dans les portefeuilles mixtes une enquête a eu lieu récemment, dont on a déduit un taux de volatilité 2,5 fois moindre que le taux de volatilité habituel.

Quoiqu'il en soit, ces accusations qui ont été portées par une personnalité fort respectée dans la profession ne doivent pas être prises à la légère.

D'une manière générale, on peut s'attendre à un déport constant en direction des actifs titrisés. On constate ainsi que l'encours global des «investment trusts» est passé de onze milliards de dollars à vingt-quatre milliards de dollars à fin novembre : c'est à une véritable explosion que l'on assiste, explosion dont le souffle sera entretenu par la modification des textes fiscaux, diverses contraintes réglementaires promettant d'être allégées. Faut-il rappeler qu'il y a deux ans et demi seulement, le plafond sur le marché des plus grandes sociétés d'immobilier était de cinquante millions de dollars, et qu'il est à présent de trois cents millions de dollars ?

Pour en revenir, en conclusion, à l'évaluation des rendements, on observera que le marché titrisé offre une meilleure information : les bilans font l'objet d'un rapport des commissaires aux comptes, et ils sont publiés régulièrement, tous les trimestres. Les sociétés ont un conseil d'administration indépendant, qu'un membre peut toujours décider de quitter, ce qui n'est pas sans signification pour le public. L'orateur conclut son propos en déclarant que, sans aucun doute, on assistera à une nouvelle répartition des portefeuilles.

M. ARTUS commente, à l'aide de transparents, divers graphiques retraçant les courbes comparées de rendement des investissements institutionnels immobiliers, en actions et en obligations en France et au Royaume-Uni. Le modèle choisi, qui intègre la notion de risque, permet de conclure que l'institution qui opte en faveur d'un niveau de risque moyen devrait investir fortement - pour la moitié de ses actifs - dans l'immobilier.

481

M. OAKESHOTT, retraçant son cheminement personnel, explique son désir de travailler dans la gestion de patrimoine comme responsable d'un fonds, notamment après l'expérience qu'il avait eu chez Courtaulds, qui recherchait surtout les investissements industriels à rendement tournant autour de 10%, en évitant les placements à faible rendement dans les grands immeubles londoniens. C'est aussi la politique qu'il a suivie dans sa propre société.

Il avait tiré les enseignements de la mésaventure arrivée dans les années 70 aux investisseurs britanniques qui avaient cherché à l'étranger - en Belgique par exemple, ou en Amérique du nord - des placements qui s'avèrent désastreux. Dans le domaine immobilier, les investisseurs étrangers se trompent généralement.

L'investissement immobilier a, en 13 ans, évolué de 20 % de l'allocation des actifs à 6 % - évolution normale étant donné que les performances de l'immobilier sont inférieures à celles des autres actifs. Cette évolution a coïncidé avec l'arrivée des conservateurs au pouvoir et avec l'augmentation de la part des obligations avec garanties d'Etat indexées dans l'allocation des fonds de pension (elle est passée de 2 à 3 %).

Contrairement à ce qui se passait chez Courtaulds, où le portefeuille immobilier était considéré comme tout autre actif, beaucoup d'investisseurs, dans les années 70, gardaient un taux très élevé d'immobilier dans un compartiment étanche dont ils confiaient la responsabilité à des tiers. Cette procédure a évolué dans les années 80, avec l'accès de jeunes cadres à la responsabilité de la gestion des fonds de pensions.

A la fin des années 80, on a vu une quantité d'investisseurs étrangers (scandinaves, japonais, américains) se précipiter sur l'immobilier londonien dont les investisseurs britanniques n'étaient que trop heureux de se débarrasser. Ils ont été relayés depuis un an par des investisseurs allemands, qui obtiendraient pourtant des rendements aussi forts dans des obligations plus facilement mobilisables. Mais les rendements élevés de l'immobilier britannique et la garantie de rendement qu'il offre explique en partie cet engouement.

En conclusion M. Oakeshott répète ses mises en garde contre les erreurs d'appréciation que peuvent commettre des investisseurs étrangers. Il ne faut pas commettre l'erreur de penser que les techniques d'investissement qui réussissent dans un pays réussiront de même ailleurs. Doit-on se fier de préférence à la théorie ou à l'intuition ? L'exemple de M. Levy, qui, vers la fin de la guerre, rachetait systématiquement les sites bombardés de la capitale inclinerait plutôt en faveur de l'intuition. La règle d'or de l'immobilier reste la suivante : «Buy from the frightened - sell to the greedy - and in property above all, stick to areas you really understand».

482

M. BUDDEN demandant des renseignements sur le marché de la région de Chicago, M. CASE répond qu'effectivement cette région est également concernée par le boom de l'immobilier d'entreprise et commercial. Dans le secteur résidentiel, le boom n'est marqué que dans les régions côtières.

M. HUNTER interroge M. Kostin sur les pratiques d'évaluation américaines, qui reposent beaucoup sur les projections des services fiscaux et qui sont sans rapport avec les prix que l'on peut obtenir.

M. KOSTIN constate en effet que les évaluations ont pris beaucoup de retard et cite l'exemple des ventes massives auxquelles a procédé récemment une société de Hartford, Conn., ventes qui ont fait apparaître une valeur d'évaluation artificiellement majorée de quelque 40%. Actuellement, les valeurs d'évaluation sont absolument déconnectées du marché des ventes réelles. Certains fonds ont pris conscience de cette distorsion et ont révisé leurs évaluations.

M. BUDDEN fait observer que lorsque l'on a vendu des actifs, c'était à un niveau plus élevé que les fonds mixtes. Néanmoins il faut bien reconnaître qu'on manque de bases solides pour les évaluations.

M. OAKESHOTT dit que ce n'est pas la même chose partout : quand il y a des ventes aux enchères la situation est ouverte ; elle l'est moins ailleurs.

M. CASE estime qu'il est difficile de protéger l'immobilier, et il indique qu'on a essayé d'instituer un système de ventes à terme.

2^{ème} table ronde :
Panel d'investisseurs, stratégies d'investissement
immobilier

M. BOUTROUILLE présente les participants de la table ronde : M. Wieringa (Fonds de pensions PGGM), M. Scraire (Caisse de Dépôt et Placement du Québec), M. Webster (MLC/Lend Lease Corporation), M. Yoda (Sumitomo Trust and Banking Company), et M. Hedlund (Wasa Insurance Capital Group). Ces différents intervenants feront part d'une expérience pratique diversifiée et traiteront de l'allocation de ressources sous ses différents aspects : dans quelle proportion doit-on investir en immobilier, notamment commercial ? Où faut-il le faire, et quels sont les avantages et les inconvénients de la diversification géographique ? Convient-il d'investir directement ou indirectement et que faut-il penser du partenariat et de la diversification produits ? Quand, enfin, doit-on investir et comment tirer le meilleur parti de la qualité de l'information, de la flexibilité des ressources et de la culture internationale indispensable à qui souhaite saisir toutes les opportunités du marché et pouvoir arbitrer en toute connaissance de cause ?

483

M. WIERINGA indique que PGGM est un fonds privé néerlandais chargé de gérer le fonds de retraite des travailleurs du secteur de santé, médecins mis à part. Le total de ses actifs s'est établi à 50 milliards de florins environ en 1993. Depuis 1970, année de sa création, le fonds a obtenu un rendement de 8,3 %. Les investissements sont mixtes : 50 % en obligations, 30 % en actions, et 20 % en immobilier.

Les questions qui se posent sont évidemment de savoir dans quels pays ou dans quelles régions investir, dans quels secteurs et s'il convient d'investir directement ou indirectement.

Le marché immobilier participe par définition de l'environnement urbain. Il faut donc aller là où l'environnement urbain est le plus concentré,

la demande étant la plus forte là où la densité de population est la plus élevée. C'est dire que l'investisseur recherchera les mégapoles. Pour ce qui le concerne, PGGM considère comme des mégapoles les Etats-Unis, l'Angleterre, les Pays-Bas, l'Allemagne, la Belgique, la France ainsi que l'Espagne, l'Italie et les pays d'Extrême Orient.

Le choix des secteurs dans lesquels les investissements doivent être faits dépend de l'objectif que se fixe le fonds, suivant qu'il recherche un revenu direct élevé ou une augmentation de la valeur en capital. Il est aussi fonction des obligations auxquelles il est soumis, par exemple en matière fiscale, de l'horizon qu'il se propose pour ses opérations, etc. Par exemple le marché des bureaux et du commercial est pour le long terme ; le marché des hôtels est des centres de loisir est affaire de spécialistes ; le marché des logements est fonction de considérations beaucoup plus conjoncturelles.

Pour réaliser cet investissement, on peut procéder par achat direct de bâtiments ou par achat d'actions de fonds immobiliers - étant entendu que l'achat direct permet de réduire les risques.

Ces risques, on peut les réduire en développant l'étalement géographique des opérations, mais au prix de coûts qui peuvent devenir trop élevés.

Il est évidemment essentiel de réaliser les investissements au bon moment, notamment dans des périodes où, sur le long terme, l'évolution des loyers fait plus que compenser l'inflation.

Aux Pays-Bas, PGGM investit de préférence dans le marché de bureaux d'Amsterdam et de Rotterdam. Aux Etats-Unis, où les prix de l'immobilier d'entreprise ont vraiment touché le fond, on commence à pouvoir obtenir des rendements de 7 à 8% pour des investissements de premier ordre.

Compte tenu des rentrées régulières de loyers, la liquidité de l'immobilier est assez bonne, s'agissant du rendement direct. Quant au rendement de plus value - rendement indirect de l'investissement - il est beaucoup plus difficile à calculer.

M. HEDLUND, directeur de l'immobilier de WASA, explique que cette entreprise s'est constituée en 1987 par la fusion de quatre sociétés d'assurances plus que centenaires. WASA est actuellement la troisième société d'assurances vie suédoise avec un actif de quarante trois mille milliards de couronnes. L'activité assurance vie y est prédominante. WASA est partie d'une joint venture, EUREKO, avec quatre partenaires (des Pays-Bas, du Danemark, du Portugal, du Royaume-Uni). Le portefeuille vie de WASA est constitué pour 50% par des obligations, pour le reste par des crédits hypothécaires, des actions et de l'immobilier. Le niveau de son allocation d'actifs immobiliers est assez fort (plus de 25% du portefeuille). 80% de cet actif immobilier est interne, le reste international.

De 1945 à 1985, les sociétés d'assurances suédoises, fortement régulées,

ne pouvaient faire aucun placement extérieur. Une déréglementation, en 1985, a permis d'élargir les investissements nationaux, en dehors des obligations. Depuis 1989 les sociétés d'assurances sont libres d'investir à l'étranger mais elles resteront soumises jusqu'en 1995 à des règlements indirects qui ne lui permettent guère de dépasser une proportion de 20% de placements internationaux.

WASA s'est donc lancée dans les placements à l'étranger, en 1989, en fonction d'une stratégie qui la conduisait à rechercher de bons partenaires locaux, des marchés importants (en Europe et aux Etats-Unis), surtout des bureaux, de bons emplacements, des partenaires fiables et des placements ayant un bon potentiel de développement. Elle reste fidèle à cette stratégie mais, ayant acquis une certaine connaissance de ces marchés étrangers, ne dépend plus autant de ses partenaires locaux, qu'elle commence à racher, quand l'occasion se présente (en Europe d'abord, puis maintenant à Washington). Son portefeuille immobilier international est localisé à 80% en Europe (essentiellement sur les marchés de Londres et de Copenhague) et à 20% aux Etats-Unis (Washington). Pour la Suède Wasa disposait de 36 localisations différentes, mais cherche maintenant à se concentrer davantage à Stockholm. En conclusion M. Hedlund croit pouvoir constater un début de reprise et il signale que les investisseurs étrangers sont maintenant invités en Suède.

485

M. SCRAIRE (Caisse de Dépôt et Placements du Québec) estime qu'au Canada la croissance devrait être de 3,5 % au cours des deux prochaines années grâce à l'augmentation de la productivité et de la compétitivité. Les investisseurs attachent aujourd'hui plus d'importance à la valeur des biens qu'à l'éventualité de plus-values. La croissance de l'offre immobilière est à peu près nulle ; les prix sont plus bas mais les rendements courants plus élevés. Le placement immobilier au Canada est donc intéressant.

M. Scraire expose la stratégie de la Caisse en matière d'investissements immobiliers : place de l'immobilier dans le portefeuille institutionnel, composition du portefeuille, diversifications sectorielle et géographique.

Trois raisons ont milité en faveur de l'investissement immobilier : une bonne protection contre l'inflation, une corrélation négative des rendements du placement immobilier avec les autres véhicules, la stabilité relative des prix immobiliers. Actuellement, ce que les grandes Caisses aux Etats-Unis et au Canada consacrent à l'immobilier représente 4 à 5 % du total de leurs actifs. Pour la Caisse du Québec l'immobilier représentait 3,9 % ; il s'agit de parvenir à 5 %, l'actif total représentant 31 milliards de dollars américains.

L'orateur expose ensuite la philosophie de la gestion de la Caisse. Cette dernière gère elle-même ses éléments d'actifs. Elle dispose d'un groupe

interne de gestion et de trois filiales opérationnelles ; en outre une société interne a été constituée pour coordonner les activités sur les marchés étrangers.

S'agissant de la répartition sectorielle, le secteur commercial occupe près de 56 % des investissements et les édifices de bureaux 33,6 %. Un peu plus de 7 % de l'actif est investi dans le secteur industriel alors que les hôtels et le secteur résidentiel n'en représentent chacun que 2 %. Cette surpondération commerciale devrait être temporaire. Les immeubles résidentiels et les hôtels offrent un fort potentiel de diversification. La Caisse compte arriver à une répartition différente : 45 % pour le secteur commercial, 35 % pour les immeubles de bureaux, 9,5 % pour les immeubles industriels, 4,5 % pour le secteur résidentiel, 5 % pour les terrains et 1 % pour les hôtels.

En ce qui concerne la répartition géographique la Caisse a d'abord concentré ses activités immobilières sur son territoire immédiat : ainsi 85,4% de l'actif est situé au Québec alors que l'essentiel des investissements hors Québec se trouvent dans la province canadienne la plus proche, l'Ontario. Mais une plus grande diversification est recherchée : les investissements à l'étranger devront être portés à 10 % d'ici 1996. C'est là un défi important. Par quels véhicules financiers le relever ? La Caisse privilégie la détention directe qui offre des perspectives de rendement plus élevés et à moindre risque. Mais peut-être devra-t-elle revoir sa stratégie pour obtenir une plus grande liquidité. Les critères dans la sélection des marchés sont, essentiellement, l'existence d'une information immobilière de qualité, un système juridique adéquat, la stabilité politique du pays, un niveau de développement et de croissance élevé, des partenaires solides et compétents.

Dans ses acquisitions, au Québec comme à l'étranger, la Caisse privilégie la détention directe, véhicule qui offre le plus fort potentiel de diversification des éléments d'actif tout en présentant des perspectives de rendement élevées et en maintenant le risque à un niveau raisonnable. C'est pourquoi le portefeuille immobilier de la Caisse est constitué à 85% de propriétés en détention directe. Les pays qui retiennent actuellement son attention sont principalement la France, la Belgique, le Royaume-Uni et les États-Unis. Comme elle l'a fait au Québec, la Caisse privilégie le partenariat à l'échelle internationale. Elle cherche donc à s'associer à des partenaires québécois et étrangers possédant une grande connaissance du marché visé et une solide expérience dans leur domaine. Elle vise, pour ce qui la concerne, des participations comprises entre 20 et 50% afin de jouer pleinement son rôle de partenaire actif.

M. YODA rappelle que le marché immobilier japonais a subi une

dépréciation considérable, notamment à Tokyo. Mais, même dans ces conditions, le prix du foncier au Japon reste beaucoup plus élevé qu'il ne l'est ailleurs dans le monde, ce qui s'explique par la rareté de la terre. Les terrains n'ont cessé de s'apprécier depuis la fin de la deuxième guerre mondiale, atteignant un pic à la fin des années 1980, époque à laquelle leur prix était 150 fois plus élevé qu'en 1955. Il s'en est ensuivi une spéculation effrénée, au point que le gouvernement décida de mesures législatives et fiscales visant à rétablir le calme. Dans le même temps, l'économie japonaise entra en récession, et la demande chutait. Et c'est ainsi qu'en 1993 le prix des terrains a baissé de 40 à 50% par rapport à ce qu'il était en 1987.

Qu'en est-il du marché commercial locatif à Tokyo ? L'âge d'or - de 1987 à 1989 - a pris fin, en raison à la fois d'une offre excessive et d'une demande réduite. Le taux de vacance des locaux commerciaux, qui avait atteint un minimum record de 0,6% au cours des dernières années de la décennie précédente, s'établit maintenant à 8,1%. Le prix des locations a diminué de moitié en 1991 et 1992 par rapport à l'époque de la flambée des prix.

Pour ce qui est des investisseurs, on notera que ceux d'entre eux qui avaient été incapables d'intégrer le marché en raison de prix prohibitifs et qui ne sont donc pas touchés par la crise immobilière commencent à s'intéresser de près à un marché qui redevient abordable. On s'attend par ailleurs que les investisseurs étrangers et les fonds de pension japonais adoptent la même démarche. Il faut savoir que l'actif global des fonds de pensions au Japon est de 400 milliards de dollars. Le fond Sumitomo gère, à lui seul, 10% de ce montant. Mais, traditionnellement, les fonds de pensions japonais se sont montrés réticents à investir dans l'immobilier. Ainsi, la stratégie actuelle du fond de retraites Sumitomo est d'investir pour 55% en actions et obligations japonaise, 11% en actions et obligations américaines, 9% en actions et obligations européennes, 24% en prêts et 1% en immobilier. Cependant, il devient plus tentant et plus réaliste pour les fonds de pensions d'investir dans l'immobilier, notamment en choisissant la technique du lease back qui prémunit contre les risques de baisse des loyers.

Quelles sont à présent les perspectives du marché ? Comme on l'a vu, le marché se caractérise par un grand déséquilibre entre des stocks excessifs et une demande molle en raison de la récession économique. Toutefois, le gouvernement s'efforce de stimuler l'économie et il a adopté à cette fin un large éventail de mesures. En outre, les entreprises sont confrontées à une demande de plus grand espace de travail de la part de leurs salariés. Il faut savoir, en effet, que chaque employé de bureau ne dispose que de 15 mètres carrés à Tokyo contre 27 à New-York. Pour ces différentes raisons, on peut s'attendre à ce que les locaux vacants retrouvent des acquéreurs et que la demande de bureaux neufs reprenne en même temps que l'écono-

mie. Les investisseurs étrangers seraient donc bien inspirés d'avoir les yeux tournés vers le marché de Tokyo, appelé à se stabiliser.

· *M. WEBSTER* limitera son propos à un seul des produits proposés par MLC/Lend lease Corporation : une rente annuelle en fonds collectif destinée à d'importantes sociétés. Le fond gère environ cinq milliards de dollars.

· Lend lease s'est spécialisée, depuis sa création, il y a vingt-cinq ans, dans les projets immobiliers. Il apparaît à M. Webster que si certaines difficultés sont évidentes, il n'y a pas de véritable crise dans l'immobilier : il y a toujours eu de bonnes opportunités, et il y en aura toujours. Cela étant, il faut privilégier le bon sens. Pour ce qui le concerne, il se dit déterminé à maîtriser les risques du mieux qu'il le peut, tout particulièrement en procédant à une diversification raisonnable. Il en va de même pour MLC/Life, principale filiale de Lend Lease spécialisée en assurance-vie.

· Bien que le portefeuille immobilier de Lend Lease soit très diversifié, l'accent est mis surtout sur les centres de distribution de détail et les bureaux. Il y a encore quelques années la proportion de ces deux catégories d'investissements était respectivement de 65 % et de 30 % de l'ensemble des actifs immobiliers. On en est arrivé maintenant à des parts de 70 % et de 10 %, en considération des grosses difficultés rencontrées sur le marché des bureaux : il y a une différence de quelque 70 % entre les rentabilités de ces deux catégories d'investissements. La société ne voit aucune raison de modifier cette politique. Actuellement, elle recherche surtout ses investissements étrangers aux Etats-Unis (encore qu'elle ait des participations importantes dans deux opérations françaises récentes). Le rendement du portefeuille immobilier de Lend Lease, 10,5 % annuellement depuis trois ans prouve qu'il est possible de prendre de bonnes décisions tactiques, même sur un marché difficile.

· Combien doit-on allouer à l'immobilier dans un portefeuille d'assurance-vie ? En Australie, la part de l'immobilier a été légèrement réduite depuis quatre ans, non pas à cause d'un mauvais rendement de ces placements, mais à cause de l'introduction de valeurs liées à l'inflation, dont le gouvernement garantit le rendement. Dans l'avenir d'autres éléments viendront sans doute encore concurrencer l'immobilier. Les investisseurs devraient pourtant rester attentifs au fait que l'immobilier est pratiquement le seul actif qui permette à l'investisseurs d'augmenter sa valeur d'actifs sous-jacente. Beaucoup de spécialistes gèrent le portefeuille immobilier dans un esprit de transaction et sans tenir suffisamment compte des considérations relatives à sa valeur d'actif. L'immobilier mériterait une part plus grande que celle que voudrait lui réserver la théorie.

Mme STEER demandant des indications sur les politiques suivies en matière d'investissements étrangers par les responsables de la Communauté européenne, *M. WIERINGA* déclare considérer que les gouvernements devraient s'ingérer le moins possible dans les processus d'investissement.

M. de FONTENAY (FMI) constate qu'aucun des orateurs n'a parlé des risques de change dans les investissements immobiliers internationaux - sans doute en raison de la forte corrélation entre inflation et évolution des prix. Pourtant cette corrélation ne se vérifie pas dans tous les pays, notamment au Japon.

M. SCRAIRE répond que les investisseurs ont naturellement le souci des évolutions potentielles de change, chaque fois qu'ils ont à prendre une décision d'investissement. Malheureusement, cette supputation devenant terriblement problématique, coûteuse, et finalement inutile dans une perspective à long terme, on est tenté de gérer la double décision dans le contexte conjoncturel de l'acquisition.

M. WEBSTER confirme cette indication, valable aussi sur un marché australien assez spécial, étant donné la «volatilité» du dollar australien. Pratiquement, les deux catégories d'arbitrage se superposent.

489

M. KUMADA évoque les contraintes particulière pesant sur le yen, le taux de change du dollar américain étant tombé depuis 1985 de 230 yens à près de 200 yens. Mais les investisseurs s'attendent à ce que les risques de change soient compensés par l'évolution des plus-values en capital.

M. COOTE constate que *M. Wieringa* a mis le doigt sur un problème fondamental, celui des pénuries. Mais il est de fait que les banquiers convergent systématiquement et très vite sur tous les points du monde où il y a pénurie, si bien qu'on en arrive à une situation où il y a dans la plupart des cas surabondance de l'offre. Ne faudrait-il pas encourager les banques à étudier plus soigneusement l'influence qu'elles peuvent avoir sur certains marchés ?

M. WIERINGA a simplement constaté qu'il existait des cycles inévitables de surabondance et de pénurie. Peut-on interdire par la loi aux constructeurs de se ruier sur les marchés où il existe une forte demande ?

M. SCRAIRE souhaiterait que les investisseurs examinent de plus près les marchés émergents par rapport aux économies bien installées.

M. BUDDEN demande ce qu'il en est dans les actifs des investissements en valeurs et en titres.

M. WEBSTER lui répond que sa société détient au moins 10% de son actif en investissements indirects. Il fait remarquer que ces investissements sont plus difficiles à contrôler et que le mieux est d'en faire avec des partenaires partageant les mêmes objectifs.

M. WIERINGA dit que WASA, qui a un assez grand nombre d'investissements indirects, notamment à l'étranger, a réalisé dans ce domaine des plus values importantes.

M. BOUTROUILLE retire des débats et de ce large échange de vue, deux conclusions provisoires.

L'une est relative au débat gestion patrimoniale / gestion financière amorcé ce matin par A. CARON. La présentation de leur politique qui vient d'être faite par les institutions du panel montre que celles-ci sont plutôt engagées dans des stratégies de type financier à travers les diversifications géographiques ou instrumentales, dont il faut bien connaître les conditions et les limites qui transparaissent bien dans les interventions.

L'autre est relative à l'exercice du métier d'investisseur immobilier lui-même. Parce qu'il est porteur de stratégie à long terme, l'investisseur doit trouver un équilibre avec sa Direction générale ou son client dont l'horizon a plutôt tendance à se réduire. Parce que les politiques immobilières nouvelles ouvrent de nouveaux champs, mais sont aussi confrontées à de nouveaux risques – risque de change, risque des marchés actions par exemple – les départements immobiliers doivent mieux s'intégrer dans les Directions financières.

Enfin, parce que l'organisation devient plus complexe et mieux articulée, la qualité des équipes tend à l'emporter sur l'intuition individuelle.

3^{ème} table ronde :

Pour une meilleure efficacité des marchés immobiliers

M. BUDDEN (Yarmouth Group) présente les intervenants de la table ronde : M. Jonas (Drivers Jonas), M. Bell (Electricity Supply Nominees), M. Pariat (UAP), Mme Cambon (Institutional Property Consultants) M. Luik (Teachers Insurance and Annuity Association), M. Feldman (AT&T), M. de Feydeau (Groupe AXA), M. Hendriks (RODAMCO), M. Saltzman (Merrill Lynch & Cie), M. de Wit (PTT Pensioen) et Mme Hélène Ploix, Directeur

général adjoint de la Caisse des Dépôts et Consignations.

Il souligne ensuite que la crise de l'immobilier tient essentiellement à ce que des crédits trop importants ont été accordés à ce secteur cependant que le niveau de la demande était jugé avec un optimisme excessif. On ajoutera que l'afflux de capitaux a été stimulé par une évaluation irréaliste des rendements espérés. Certains coûts ont été ignorés si bien que la plupart des investisseurs ont payé leurs acquisitions à un prix beaucoup trop élevé par rapport au rendement réel. Il apparaît désormais à tous les acteurs du marché que l'investissement immobilier doit être fondé sur des faits objectifs. Or, différents facteurs ont été négligés : l'évolution démographique, celle de l'emploi, les progrès technologiques dans le secteur des services, la modification des habitudes de travail ou encore les schémas de transport. Il convient également de définir plus clairement la valeur des biens et les structures du marché et de mettre au point les outils permettant de prendre les décisions à bon escient.

Les questions qui se posent sont toujours les mêmes : pourquoi investir dans l'immobilier ? Ce secteur a-t-il un attrait particulier, et, s'il en a un, quelle proportion des fonds lui affecter ? Des informations très complexes doivent être regroupées, qui permettent des comparaisons valides entre les différentes formes de placement. C'est dire l'importance de disposer d'indices fiables pour mesurer la valeur des biens immobiliers proposés. Il faut aussi définir l'utilité d'une diversification éventuelle et le bien fondé de la titrisation. Dans ce dernier domaine, l'évaluation des risques s'impose, puisque la pierre-papier signifie abandon de contrôle et moindre transparence. Ces questions sont d'une acuité particulière à un moment où le sentiment prévaut, aux Etats-Unis comme au Royaume-Uni, que les évaluations ne reflètent pas toujours correctement la performance des actifs. Il faut enfin se garder d'ignorer les aspects réglementaires de la détermination de la valeur d'un bien.

491

Doit-on fixer la valeur ?

M. JONAS observe que la définition de la valeur se trouve à la frontière entre les techniques de gestion du patrimoine et les forces du marché. Toute définition de valeur suppose des sources fiables. Au Royaume-Uni, l'Accounting Standards Board examine très sérieusement la question, tant il est vrai que la valeur d'un bien peut être déterminée de trois manières différentes : prix coûtant, prix de remplacement avec ou sans amortissement ou, enfin, valeur du marché. Pour M. Jonas, la question ne se pose pas : la valeur du marché est la seule qui vaille d'être utilisée. Cela suppose, en corollaire, que cette valeur soit convenablement évaluée.

C'est pour répondre à cette demande qu'une banque de données (IPD) a été créée en 1982. Il s'agissait d'améliorer la qualité des évaluations

publiées en mettant en commun les moyens disponibles. L'indice publié par IPD, et qui est considéré comme le plus fiable actuellement, n'est pas fondé sur les prix de transaction, mais exclusivement sur des évaluations. Parallèlement, évaluations et prix de vente réels font l'objet d'une comparaison publiée annuellement et dont le résultat montre que les critères d'évaluation retenus sont satisfaisants.

Le Royal Institution of Chartered Surveyors (RICS) a défini des normes d'évaluation que chacun de ses 70 000 membres est tenu de respecter. Ces normes déterminent l'*Open Market Value*. Mais le RICS s'est récemment trouvé confronté à une différence d'évaluation pour un même bien d'une telle importance qu'il lui faudra analyser cet épisode avec soin afin de décider si certaines des normes édictées doivent être revues.

L'orateur préconise en conclusion un changement du système et la publication de données sur les transactions pour permettre aux professionnels d'apprécier le marché et ses évolutions.

M. BELL (ESN) indique que son groupe a renoncé à ses investissements en Europe en dehors du Royaume-Uni, cette expérience ayant été assez négative.

Au Royaume-Uni, le marché immobilier s'est beaucoup transformé depuis une dizaine d'années, des institutions comme ESN ayant initié des mesures d'évaluation de la performance, mesures qui sont maintenant faites régulièrement chaque année dans la plupart des fonds, chaque mois à ESN. C'est un exercice très coûteux pour l'immobilier mais indispensable.

Dans les années 60 et 70, ces fonds de retraite se sont considérablement développés à l'instigation du gouvernement qui voulait alléger les charges de l'Etat. A cette époque où l'inflation était endémique, l'immobilier assurait la protection des investissements et permettait d'absorber les énormes flux monétaires ainsi mobilisés. Mais les administrateurs ont commencé à s'inquiéter de leur manque de maîtrise sur ces portefeuilles qui prenaient des proportions considérables (65% des fonds étaient alors investis en immobilier). D'où la procédure de révision et de contrôle des placements instituée en 1979.

C'est ainsi qu'une équipe interne fut formée pour contrôler les activités du fonds, l'immobilier devant s'inscrire dans une stratégie d'ensemble, et que furent nommés des conseillers indépendants pour suivre l'ensemble des actifs du fonds. On décida de mesurer l'efficacité des gestionnaires du fonds dans leur tâche visant à maximiser les performances sur la base de normes communes.

La mesure des fonds de pension, encore dans l'enfance en 1980, s'était généralisée vers 1990 jusqu'à permettre l'établissement de bases de don-

nées détaillées. Bien entendu, la valeur de ces analyses de performance dépend de la qualité des données utilisées. Il faut que les évaluations soient le fait d'experts indépendants, qu'elles soient fonction de normes communes, réglementées par une autorité législative ou réglementaire et mises à la disposition du marché.

ESN compte 18 sociétés membres qui se partagent son actif total. Chacune de ces sociétés est libre de négocier avec les autres fonds de placement, ce qui suppose des évaluations fréquentes. Malgré les difficultés dues à la récession, ce système, mis en place depuis 18 mois, a permis des évaluations précises.

Faut-il évaluer, conclut M. Bell ? Oui, bien sûr. Encore faut-il connaître les limites de cette évaluation.

M. PARIAT (UAP) déclare que, il y a une quinzaine d'années, lorsqu'il commençait à traiter de ces questions, on ne s'intéressait guère à la mesure de la valeur des immeubles et que personne n'aurait eu alors l'idée de publier ces indications. Il n'y avait d'ailleurs, pour les sociétés d'assurances par exemple, d'autres obligations légales d'expertiser les immeubles de l'actif qu'une obligation toute théorique de fournir aux administrations de tutelle une valeur vénale, qui était calculée de façon telle que l'on arrivait à des valeurs très inférieures à la réalité.

La situation a changé en 1977 avec la création des contrats ACAVI qui, faisant obligation d'attribuer annuellement les plus values latentes aux assurés, supposaient l'expertise systématique de la partie du portefeuille immobilier qui leur était affectée. Il y eut, de façon concomitante, le développement de produits d'épargne immobilière comme les SCPI, dont les gérants avaient à évaluer annuellement leurs immeubles.

493

Au début des années 1980, le point de vue très patrimonial, traditionnel, des sociétés d'assurances a fait place à une politique plus active de vente qui supposait une meilleure connaissance de la valeur des immeubles. Les compagnies ont été ainsi conduites à développer des procédures internes d'évaluation, d'abord pour les immeubles qu'elles envisageaient de vendre, puis pour l'ensemble de leur patrimoine.

Si l'on était alors sorti de la période de secret on n'en était pas encore venu à la transparence. Un nouveau pas a été franchi avec l'ouverture du capital des sociétés et l'appel à l'épargne publique a réveillé l'intérêt des places financières pour les actions des sociétés d'assurances. L'expertise a été rendue obligatoire et doit être faite par des experts extérieurs. Selon quelle méthode ? En 1990 la Direction des Assurances a précisé qu'elle devait être basée à la fois sur la capitalisation des revenus et sur la référence au prix du marché. Cela marquait la volonté de trouver un compromis entre l'optique à court terme et l'appréciation à porter dans la

perspective d'un investissement à long terme. En pratique les deux méthodes ne diffèrent pas sensiblement : l'une consiste à déterminer la valeur à partir des prix constatés dans des transactions, l'autre consiste à calculer la valeur par capitalisation des loyers. Cela dit, sont-elles bien adaptées ? La méthode d'appréciation de la valeur vénale par comparaison avec des transactions effectives est conceptuellement justifiée, mais cette valeur vénale ne doit être prise en compte qu'avec discernement. Aussi M. Pariat pense-t-il qu'elle mesure davantage la valeur liquidative d'une société interrompant son activité que la valeur intrinsèque d'une entreprise appelée à la poursuivre durablement. C'est pourquoi M. Pariat n'est pas favorable à la pratique de l'évaluation selon l'open Market Value. Pour apprécier la valeur d'un patrimoine d'institutionnel la comparaison devrait plutôt se faire avec des transactions réalisées par des investisseurs. Aussi l'orateur préfère-t-il l'évaluation par capitalisation des revenus qui affirme la relation entre valeur et rentabilité de l'immeuble.

Encore faudrait-il que le taux de capitalisation soit correctement apprécié ; or, il est généralement fixé de manière tout à fait empirique. L'information sur les transactions est en effet insuffisante, faute d'une véritable organisation du marché permettant de recenser et centraliser des informations fiables. Compte tenu du caractère non fongible des biens immobiliers, les comparaisons ne peuvent être pertinentes que si l'on connaît l'ensemble des caractéristiques à la fois de l'immeuble à évaluer et de ceux à utiliser comme éléments de comparaison. Malheureusement le souci de discrétion ou le goût du secret rend le marché très obscur.

Pour améliorer la transparence il faudrait constituer des bases de données abondantes et fiables. Des progrès importants ont été accomplis grâce au travail réalisé par la Chambre des Notaires et par l'Observatoire des loyers de l'agglomération parisienne. Malheureusement l'information concernant les bureaux est plus modeste. En outre ces diverses voies de recherche sont trop dispersées et insuffisantes car aucune ne traite l'immobilier comme un support d'investissement.

La valeur actuelle d'un investissement doit refléter l'actualisation des revenus futurs qui en sont attendus. Cette évaluation prospective exige que soit clairement formulées des hypothèses sur l'inflation anticipée, l'évolution des loyers, les taux d'occupation, la progression des charges, la durée de détention des biens prise en compte, la prime que comporte le taux de capitalisation retenu par rapport aux placements obligatoires à taux fixes. Cette prime se décompose elle-même en une prime de risque et une prime d'illiquidité. Mais avant que cette approche puisse être utilisée par les experts, il faudra que l'ensemble des intervenants l'aient eux-mêmes développée et utilisée.

Répondant à M. DUDDEN, M. JONAS dit que, comme tout placement, la

valeur d'un bien est variable. On ne peut protéger les gestionnaires contre une dévaluation.

M. LUIK dit qu'aux Etats-Unis le problème est qu'on veut s'adresser au marché sans qu'il y ait de marché ! Une approche d'investisseurs est nécessaire ; il faut se demander ce que l'on peut accepter pour un investissement.

M. LEWIS demande comment il serait possible de prévoir la valeur d'un bien dans dix ans quand on ne peut dire ce qu'elle est aujourd'hui.

M. LUIK répond que le problème de fond est plutôt qu'il ne trouve pas, pour l'instant, les biens immobiliers qu'il souhaiterait acquérir.

Mme STEER considère comme fondamental de disposer de toutes les informations nécessaires à tout instant, de façon à pouvoir apprécier le risque au mieux. Car c'est bien là où le bât a blessé: les caractéristiques de l'investissement immobilier n'avaient pas été suffisamment établies, si bien que la prise de risque a été beaucoup trop forte. Aussi la reconstruction des portefeuilles vise actuellement à redéployer les risques. Aux Etats-Unis, on porte en ce moment un intérêt particulier aux créances hypothécaires commerciales. Mais le risque n'est pas absent de ce secteur non plus, car personne ne sait avec précision ce que sera le cycle de l'inflation ni celui des taux d'intérêt. Tout cela revient à dire que l'investissement immobilier doit faire partie d'un portefeuille diversifié.

495

Mme CAMBON souligne que l'immobilier doit être considéré comme une catégorie d'actifs séparée des autres et qu'il convient ensuite de construire les stratégies permettant de relier cet actif particulier aux marchés de capitaux. Il faut donc commencer par décider de la répartition des allocations, la mettre ensuite en application et ne se livrer qu'en dernier lieu à la sélection des placements.

M. LUIK considère que les créances hypothécaires doivent être associées à d'autres produits. D'une façon générale, ces investissements doivent être perçus sur une longue durée.

Les indices sont-ils de bons indicateurs de performance ?

Mme CAMBON souligne que, comme chacun sait, le plus difficile est de déterminer s'il convient d'intégrer des investissements immobiliers dans

un portefeuille et, si c'est le cas, dans quelle proportion. Les indices doivent donc contribuer à apprécier exactement le rendement attendu et le risque couru. Ils doivent encore permettre d'établir une relation entre le secteur spécifique des actifs immobiliers et les autres catégories d'actifs. Comment, pour ce faire, déterminer les données pertinentes ? Il faut retracer l'historique des rendements et de leur évolution, en gardant en mémoire que la variabilité réelle est le plus souvent supérieure à celle qui avait été imaginée. Il faut, par ailleurs, fonder l'indice sur la base la plus large afin de disposer d'une information aussi complète que possible. Les décideurs, et c'est particulièrement vrai pour ce qui concerne les fonds de pension américains, ont besoin d'informations fiables et de bonne qualité, accessibles à un prix relativement bas.

On ajoutera que les indices contribuent à relier les marchés. Les indices permettent en effet de mieux apprécier l'évolution des valeurs de capitalisation, de se rendre par exemple compte de l'effet considérable qu'a eu l'afflux de capitaux de 1985-1986. Mais ils doivent être considérés aussi en fonction de l'évolution de la pondération des secteurs dans chaque catégorie. Pour l'immobilier, par exemple, la préférence a glissé aux Etats-Unis comme en Europe du secteur des bureaux au secteur des commerces. L'analyse par sous-secteurs donne de meilleures informations aux institutionnels et leur permet d'élargir leurs marchés.

496

Les indices sont importants d'autre part pour sélectionner les investissements, orienter les placements en fonction des évolutions constatées dans le rendement et la valeur en capital. On peut ainsi constamment faire le point, savoir où l'on en est dans le cycle du marché immobilier. Mais il est des sociétés où les gestionnaires n'ont pas nécessairement tous la même stratégie que celle qui est utilisée pour l'établissement d'un indice à base très large. Il faut savoir que l'indice donne simplement des indications, qu'il ne peut pas être pris comme base stratégique pour la diversification du portefeuille.

Passant aux problèmes techniques que pose l'établissement d'un indice, Mme Cambon signale celui de la concentration des données, mais attire aussi l'attention sur la nécessité d'échantillons de taille significative. Et, s'il paraît simple d'utiliser une formule normalisée pour le calcul des performances, il faut bien reconnaître que presque personne n'utilise la même formule. Il y a presque autant de formules que de définitions du revenu.

Cela dit, les indices sont une bonne mesure du rendement de l'immobilier et répondent à une nécessité. Ils facilitent le travail de l'investisseur, lui permettent d'apprécier l'attrait de tel ou tel placement. Ils débouchent ainsi sur de meilleures décisions.

M. LUIK (Teacher Insurance) énumère les raisons pour lesquelles l'emploi d'indices pour la mesure des portefeuilles immobiliers ne peut pas donner de résultats exacts :

- Il paraît impossible de comparer un portefeuille aussi largement diversifié que celui de TIAA aux divers indices existant.
- Comment un indice calculé de façon universelle pourrait-il être utile pour l'appréciation d'un portefeuille constitué en fonction de buts très variés ?
- La référence à un indice général peut conduire à négliger des problèmes qui se posent en un point particulier mais qui compromettent le rendement total.
- Un indice ne peut pas mesurer la valeur d'un projet lorsque l'opération concernée n'est pas productrice actuellement de revenus.
- Un indice fondé sur des valeurs subjectives ne peut pas fournir de directives utiles pour des actifs dont on n'envisage pas la réalisation dans un avenir proche, c'est-à-dire pour lesquelles il n'y a pas de valeur de marché.

L'emploi d'indices peut être utile pour des comparaisons à long terme avec des institutions similaires mais il est difficile pour la gestion immédiate d'un portefeuille. C'est au cas par cas que les actifs immobiliers doivent être évalués si l'on veut maximiser la gestion et bien apprécier la performance. Le Conseil d'administration et une équipe compétente doivent être à même de prendre ainsi, en toute connaissance de cause, des décisions fondées sur l'état du marché.

497

La diversification est-elle bénéfique ?

M. D. FELDMAN (AT&T) dit que deux questions se posent : faut-il prendre pied sur le marché de l'immobilier ? Si oui, comment se diversifier ? A ses yeux, s'engager sur l'immobilier est tout à fait sensé. Mais pourquoi se diversifier ? Parce que l'investissement en immobilier permet de se protéger contre les variations des valeurs mobilières et contre l'inflation. En outre, après un certain temps, on peut obtenir des rendements intéressants ; l'immobilier n'est donc pas une valeur refuge. La société de M. Feldman investit à long terme ; c'est dire que sa gestion est plus patrimoniale que financière. Longtemps AT&T a investi dans les commerces - 51% - et dans les bureaux - 25%. Quant à la répartition géographique, la société est présente aux Etats-Unis et un peu au Canada. Elle couvre toute la gamme des structures financières. Après vingt ans on peut dire que les rendements obtenus ont été plus élevés que s'il n'y avait pas eu d'investissements immobiliers. Les perspectives d'avenir sont encore meilleures. Les rendements obtenus jusqu'ici ont été environ de 10%

et même parfois 12%. Même pendant les années difficiles ils ont été supérieurs au taux d'inflation.

L'orateur pense qu'à plus long terme l'immobilier international pourra intéresser les Américains. Jusqu'ici ceux-ci ont investi dans l'industrie partout dans le monde. Ce n'est pas encore le cas pour l'immobilier.

M. de FEYDEAU se dit conscient que, dans une période de récession économique et de rétraction du secteur immobilier, il peut sembler provocateur de parler de diversification. Celle-ci est pourtant indispensable, et le simple bon sens recommande de répartir le risque sur plusieurs locataires et sur plusieurs immeubles. Pour lui, seuls les fonds qui disposent de vingt immeubles au moins pourront résister à la période de récession actuelle.

Les compagnies d'assurances françaises ont toujours, depuis leur origine, au XIX^{ème} siècle, investi massivement dans l'immobilier résidentiel locatif, à Paris comme en province, dans des immeubles de grande qualité situés en centre ville. Ce faisant, elles cherchaient à la fois à se protéger contre l'inflation et à obtenir une appréciation régulière de leur capital. La compagnie AXA est entrée dans l'immobilier d'entreprise presque par accident, au moment où l'accroissement de la demande a accéléré la transformation de logements en bureaux. Au fil des années, AXA est devenue, comme ses pairs, l'un des acteurs principaux de l'immobilier de bureau et, aujourd'hui, son parc immobilier est composé pour moitié de locaux d'habitation et pour moitié de bureaux. Dans le même temps, AXA décidait de recentrer ses activités à Paris, considérant les marchés de province comme trop limités et incapables, de plus, d'assurer la progression de capital souhaitée, même si les rendements obtenus étaient élevés.

Aucune contrainte d'ordre juridique ou réglementaire n'empêche les compagnies françaises de se diversifier à l'étranger si elles le souhaitent, depuis la levée du contrôle des changes. Mais des risques spécifiques demeurent : le risque lié à l'activité immobilière proprement dite, le risque de change et le risque de voir la notation internationale de la compagnie baisser parce qu'elle s'expose à un risque immobilier trop élevé.

Ayant participé à diverses grosses opérations dans ces secteurs au cours des années 1980, AXA s'est convaincue de ce que ni les résidences de retraites ni l'industrie de loisir ne permettaient d'obtenir les rendements voulus. Aussi a-t-elle décidé de concentrer ses investissements dans les logements, les bureaux et le commerce de détail. Ce dernier secteur est encore trop segmenté en France, et il ne deviendra véritablement attrayant que lorsque l'ingénierie financière qui le concerne aura été améliorée.

En matière de diversification géographique, AXA applique une règle très simple qui consiste à ne pas investir dans les pays où elle ne détient pas de société d'assurances. Le fait d'avoir une filiale dans un pays donné

offre en effet une expérience de la prise de décision et une expertise locale irremplaçables. D'une manière générale, avant d'investir sur un marché étranger, divers critères sont passés en revue : l'économie locale, la taille du marché, la stabilité du système financier et les incidences fiscales de l'acquisition par un opérateur étranger, l'éventualité de la cartellisation du marché par des acteurs locaux, l'environnement légal et enfin la présence sur place de représentants fiables sur le plan professionnel. Il peut arriver qu'AXA investisse de manière expérimentale, sur une petite échelle, pour observer la pertinence des facteurs retenus.

L'orateur souligne en conclusion que tout investissement dans l'immobilier sur un marché étranger implique la certitude de pouvoir disposer d'expertise locale.

M. HENDRIKS a entendu de multiples incitations à la prudence quand il s'est agi d'investissements à l'étranger. De nombreuses erreurs ont en effet été commises, tant par les Scandinaves achetant des bureaux en Europe occidentale juste avant l'effondrement des prix que par des fonds de pension britanniques agissant de même aux Pays-Bas ou que par des investisseurs néerlandais se brûlant les doigts aux Etats-Unis. Il est évident pour tout le monde que les systèmes socioculturels, juridiques et fiscaux diffèrent, de même que les langues, et que personne n'est à l'abri de mouvements de devises fâcheux. Pourquoi, alors, diversifier, et quels écueils éviter ?

499

La diversification permet de réduire les risques, d'intégrer dans un portefeuille différentes catégories d'immobilier et, éventuellement, d'améliorer la qualité des locataires. La société RODAMCO, filiale de ROBECO, gère 5 milliards de dollars et elle compte 200.000 actionnaires, principalement aux Pays-Bas, en France et en Allemagne. Le moitié de son portefeuille est investie Rodamco a 49 % de son portefeuille aux Etats-Unis, 23 % en Europe continentale, 15 % dans le Pacifique et 13 % au Royaume-Uni.

Rodamco a 15% de son investissement dans le Pacifique, surtout en Australie. Il cherche actuellement d'autres partenaires et d'autres occasions en Extrême Orient (Indonésie, Thaïlande) dans le commerce de détail. Il espère mener à bien ses négociations, difficiles, avec des partenaires de Chine continentale.

L'actif investi en Europe continentale est pour 47% en Allemagne (où le marché est assez liquide), pour 21% en France (concentré dans le triangle d'or Hoche-Haussmann-St Honoré), pour 8% en Espagne, surtout à Madrid), pour 14% aux Pays-Bas (petites boutiques de détail), pour 10% en Belgique (immeubles de bureaux et boutiques).

Du point de vue des catégories d'investissement, l'actif est constitué à

53 % par des centres commerciaux (la proportion n'était que de 30% il y a deux ans) et à 42 % par des bureaux. Comme il a été dit, il y a reconversion partielle du portefeuille de bureaux vers les commerces de détail.

Les raisons de cette diversification sont multiples : réduire les risques du portefeuille, fournir des rendements supérieurs, réduire la volatilité, accroître la flexibilité.

M. Hendricks énumère les conditions nécessaires pour bénéficier d'une diversification internationale. L'expérience des autres a appris à Rodamco qu'il fallait investir à une assez grande échelle pour disposer d'une masse critique dans le pays visé ; qu'il fallait aussi implanter des bureaux dans le pays visé pour y bénéficier d'un *know-how* local. Les décisions stratégiques doivent être centralisées mais, pour l'exécution tactique des investissements, il faut se fier aux experts locaux. Sans coopération avec de bons partenaires et conseillers locaux, il serait très difficile de réussir sur des marchés lointains. Il est bon d'ailleurs d'utiliser les connaissances locales pour la recherche d'investissements futurs.

La titrisation

M. SALTZMAN (Merrill Lynch & Company) traite essentiellement du marché des Etats-Unis car c'est là surtout que la titrisation a été appliquée, les Etats-Unis semblant avoir de 12 à 18 mois d'avance sur les autres marchés pour ce qui concerne la reprise économique et ses conséquences sur les placements immobiliers.

En effet, s'il n'y a pas beaucoup de changements fondamentaux dans les caractéristiques du marché immobilier, on discerne un changement psychologique, condition nécessaire pour la réussite d'une formation de capital. On se rend compte que l'offre de capitaux est désormais contrôlée et, comme on distingue des signes de redémarrage de la croissance économique, cela risque de conduire à l'absorption des locaux vacants, avec l'impact normal sur les loyers. De plus, les Etats-Unis connaissant de très faibles taux d'intérêt, les capitaux s'orienteront de plus en plus vers l'immobilier.

Décrivant le marché actuel des Etats-Unis, M. Saltzman précise le type de besoin qui s'y manifeste et déclare que, dans les deux ou trois années à venir, il y aura un renouvellement d'environ 15% du stock du marché immobilier, pour des raisons diverses (arrivée à échéance de prêts hypothécaires, saisies par les banques, pressions des organismes réglementaires sur l'importation de capitaux). Les fonds de retraite américains continueront à représenter la source la plus importante de capitaux du marché immobilier. Or, ils se sont montrés très réticents récemment.

Deux grands thèmes émergent aujourd'hui : la titrisation qui consiste, si

l'on peut dire, à emballer l'immobilier sous l'apparence de valeurs mobilières, c'est-à-dire en émettant des titres qui constituent en somme du papier-pierre. L'autre tendance, qui d'ailleurs explique la précédente, est une nette préférence pour l'investissement en actions. Il est désormais possible d'investir dans l'immobilier et dans la gestion des actifs. Ce que recherchent les investisseurs, c'est tout simplement ce qu'ils recherchent aussi ailleurs, sur d'autres marchés : de bons rendements, des perspectives d'avenir.

Est-ce là une simple mode ? L'orateur pense que pour l'avenir prévisible, c'est-à-dire quelques années, elle durera. Il existe toujours actuellement un déséquilibre en faveur de l'acheteur. Beaucoup de sociétés se préparent donc à un boom, mais elles sont souvent fragiles et risquent donc de disparaître. En tout cas il sera indispensable que l'industrie immobilière des Etats-Unis accomplisse des progrès.

M. de WIT (PTT Pensioen) souhaite répondre à la question de savoir si ce type de fonds de pension est le plus approprié. Il y a certainement l'avantage de la liquidité. Dans une certaine mesure il peut être une couverture contre l'inflation. Il y a aussi l'avantage de la diversification. Tout cela joue en faveur de l'immobilier indirect. Lorsqu'il préparait sa thèse l'orateur a mené des enquêtes auprès de divers investisseurs et d'une banque d'affaires. Dans l'une de ces enquêtes il était demandé si l'on préférerait l'immobilier direct ou l'immobilier indirect. Toutes les réponses soulignaient l'avantage de l'indirect bien que de grandes institutions préfèrent encore le direct, ce qui n'a rien d'étonnant puisque chacun connaît les avantages de la diversification et des économies d'échelle. Pour *M. de Wit*, les investisseurs institutionnels devraient s'en tenir, en immobilier, à des investissements indirects. Cela n'exclut pas la plus extrême prudence de la part de conseils de surveillance, qui doivent s'assurer que les décisions d'investissement sont prises à bon escient.

501

Mme PLOIX donne lecture de l'allocution ci-jointe.

M. BUDDEN remercie les participants de leurs contributions à ces discussions, contributions toujours extrêmement intéressantes, même si tous n'ont pas toujours été d'accord. Il remercie *Mme Ploix* et ses collègues de la Caisse des Dépôts et Consignations d'avoir pris l'initiative d'un colloque aussi riche d'enseignement sur un sujet aussi brûlant.

Mme PLOIX exprime son plaisir d'avoir accueilli les participants et se réjouit de pouvoir continuer la soirée en leur compagnie.