



L'IMMOBILIER EUROPÉEN
DANS L'ALLOCATION D'ACTIFS :
NOUVEAU MONDE,
NOUVEAU MODÈLE

JUIN 2022

EXECUTIVE SUMMARY

Executive Summary

3

5

L'IMMOBILIER DANS L'UNIVERS DES PLACEMENTS

L'impératif de diversification
L'impératif de décorrélation
L'approche par la prime de risque
Les stratégies de placement en immobilier
L'effet de levier

2012-2021, RETOUR SUR UNE DÉCENNIE DE PERFORMANCE IMMOBILIÈRE

En dix ans, les investisseurs ont fait évoluer leur stratégie d'allocation en Europe

L'analyse des rendements « prime » des biens immobiliers favorable à la diversification

L'immobilier direct : une classe d'actifs en capacité de délivrer un rendement récurrent

Le rendement locatif : une protection contre l'inflation

Le gain en capital : un supplément de valeur

12

19

UN NOUVEAU MODÈLE D'ALLOCATION IMMOBILIÈRE

La diversification : préalable à la limitation du risque

Le modèle d'allocation SMARTT® par Primonial REIM Recherche et Stratégie

La projection future d'un portefeuille immobilier par SMARTT®



EXECUTIVE SUMMARY



**Henry-Aurélien
Natter**

Responsable
Recherche Primonial
REIM, MRICS



**Adrien
Isidore**

Économiste
statisticien
Primonial REIM

Durant la décennie 2012-2021, une relative stabilité géopolitique internationale et la politique de baisse des taux directeurs conduisant à des liquidités abondantes et peu chères ont été un avantage pour l'immobilier. Toutefois, la question d'une évolution du paradigme, notamment de l'inflation, de la croissance ou des taux directeurs, ne peut pas être éludée pour mener à bien une stratégie d'allocation performante dans le futur en raison des incertitudes actuelles.

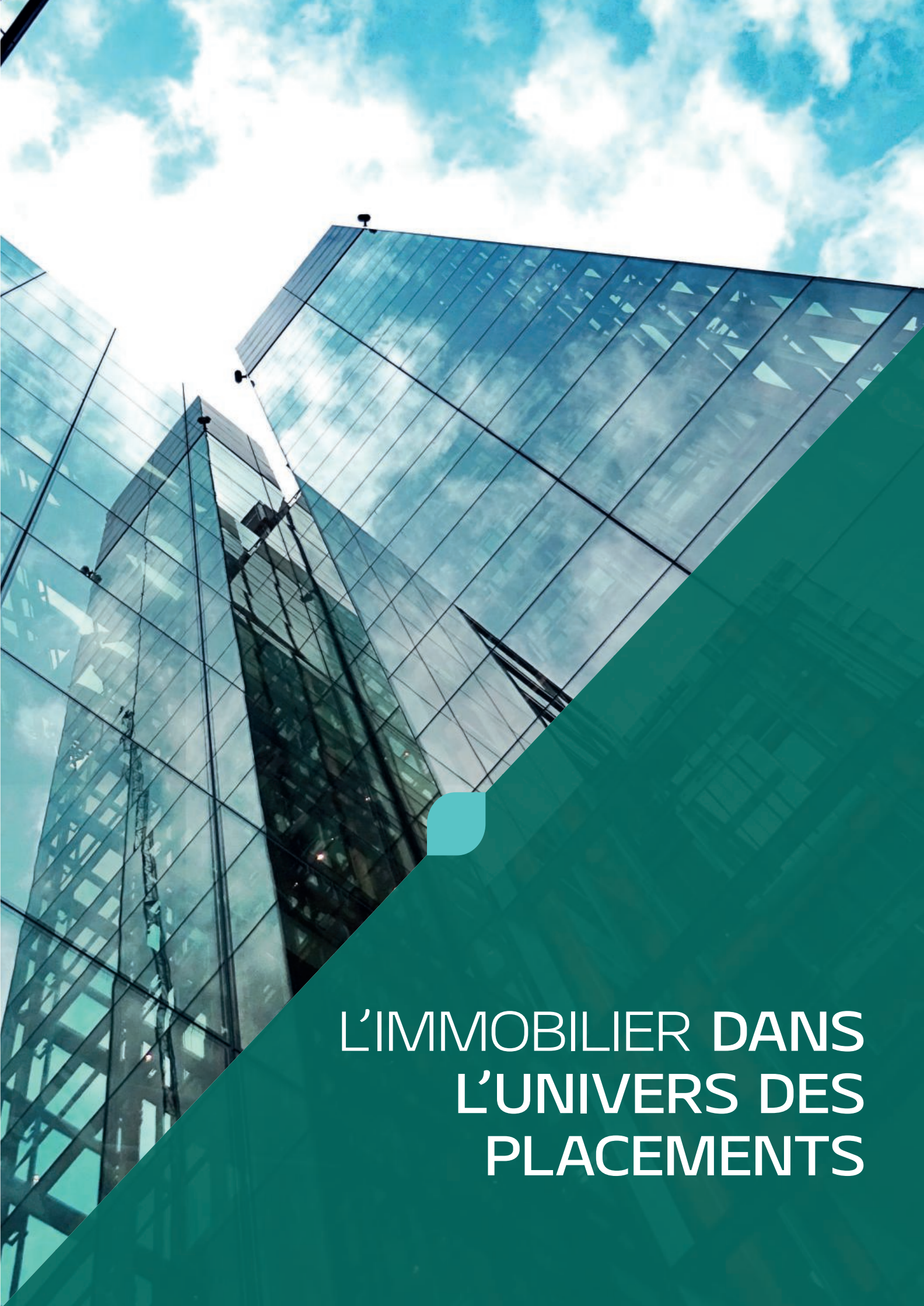
On dénombre généralement **cinq grandes classes d'actifs** : l'immobilier, les actions, les obligations, les matières premières et les produits monétaires. Les disparités des déterminants qui influencent les rendements de chacune de ces grandes familles justifient à elles seules la constitution d'un portefeuille diversifié pour gérer le risque et générer de la performance. Le principe de base qui lie le risque et le rendement est le suivant : plus le rendement est élevé, plus le risque est généralement important. D'un point de vue financier, le risque correspond à la probabilité de perte à un instant t souvent représenté par la volatilité, qui est l'amplitude de la variation du prix entre deux transactions. Toutefois, pour la constitution de portefeuilles purement immobiliers, nous avons retenu la perte estimée dans les scénarii les plus défavorables comme un indicateur de risque pertinent au regard de la complexité et des caractéristiques de ces marchés.

La rentabilité d'un placement comporte deux composantes. La première concerne la rentabilité des flux de revenus versés durant la détention de l'actif et la seconde désigne le gain en capital correspondant à la différence entre la valeur à la revente et la valeur d'acquisition.

Ces composantes sont primordiales pour comprendre le risque que devra porter un investisseur. C'est à partir de cette évaluation qu'il pourra s'interroger sur la constitution d'un portefeuille optimal.

Lors de la constitution d'un portefeuille immobilier, les choix de diversification sont stratégiques afin de pouvoir avoir un impact positif sur la rentabilité et/ou le risque de ce portefeuille. Nous avons cherché à comprendre **la part optimale qu'il convient d'allouer entre pays et entre classes d'actifs selon la stratégie souhaitée** et les mécanismes existants. Face à la multitude d'options et de stratégies d'investissements possibles, il convient :

- d'identifier les variables susceptibles de déterminer l'évolution d'un placement immobilier ;
- comprendre la place du risque dans la structure optimale des portefeuilles ;
- proposer grâce à notre modèle SMARRT® une allocation optimale des portefeuilles en fonction du couple rendement/risque.



L'IMMOBILIER DANS L'UNIVERS DES PLACEMENTS

L'IMPÉRATIF DE DIVERSIFICATION

La diversification de l'allocation via l'ensemble des classes d'actifs diminue le risque. Le pilotage stratégique assure le dynamisme du portefeuille global.

En nous intéressant à la décennie 2012-2021 correspondant à la période de détention d'un investissement immobilier, si l'on observe toutes les classes d'actifs confondues, nous pouvons en conclure que les actions offrent les rendements les plus élevés. Cependant la volatilité de cette classe d'actifs est beaucoup plus importante que celle des obligations, de l'immobilier direct, et du monétaire (marché du financement à court terme à faible rendement). Ce constat peut également être fait sur plus longue période.

Chaque classe d'actifs est confrontée à de multiples facteurs de risque qui impactent sa

volatilité et sa performance. Ces facteurs évoluent avec le temps au gré des crises économiques et de chocs exogènes (pandémie, crises économiques et financières, événements géopolitiques, etc.). Bien que les obligations des économies avancées soient une classe d'actifs réputée pour offrir un rendement sans risque, la solvabilité des émetteurs peut se dégrader, impactant la valeur des obligations, pouvant conduire les agences de notation internationales (S&P, Moody's, Fitch ou encore Dagong) à procéder à une dégradation des notations.

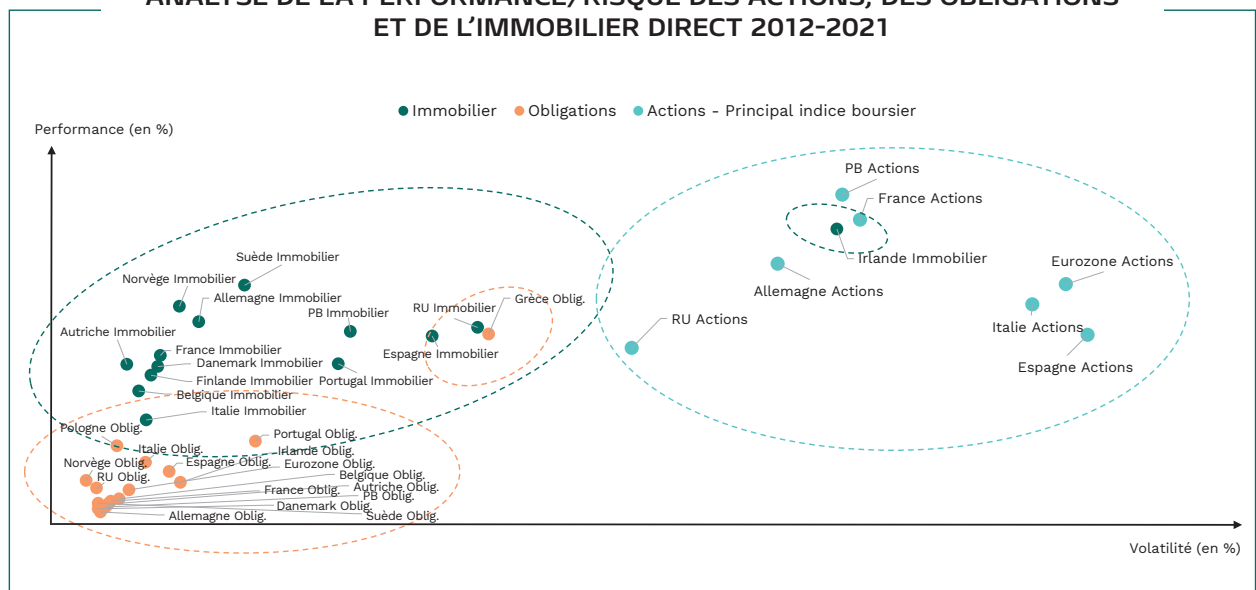
C'est pourquoi, dans un souci de limiter son exposition à ces facteurs de risque, les gérants opèrent une diversification par classe d'actifs tout en réajustant, lorsque c'est nécessaire, l'allocation entre classes d'actifs.

LA MESURE DE LA RENTABILITÉ PAR CLASSE D'ACTIFS

	Immobilier direct	Obligation	Action
Flux de revenu	Les revenus locatifs	Coupons (intérêts)	Dividendes
Gain en capital	Prix du bien à la revente	Prix de l'obligation à la revente ou remboursement in fine	Prix de l'action à la revente

Sources : Primonial REIM Recherche et Stratégie

ANALYSE DE LA PERFORMANCE/RISQUE DES ACTIONS, DES OBLIGATIONS ET DE L'IMMOBILIER DIRECT 2012-2021



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après Oxford Economics, MSCI.

L'IMPÉRATIF DE DÉCORRÉLATION

Afin de tirer au mieux parti des opportunités qu'offre l'immobilier, il convient de comprendre **les interactions des grandes classes d'actifs entre elles**. Pour cela, nous avons procédé à des analyses poussées de corrélation afin de **mesurer et de savoir si les classes d'actifs surperforment ou sous-performent simultanément ou en opposition**.

Ainsi, incorporer les trois principales familles d'actifs (obligations, actions et immobilier direct) dans un portefeuille permet de lisser sa performance dans le temps en exploitant leurs différentes caractéristiques. Optimiser une telle combinaison permet, pour un même niveau de rendement, de diminuer le risque global du portefeuille.

ANALYSE DE LA CORRÉLATION ENTRE LES PERFORMANCES DE L'IMMOBILIER ET DES ACTIONS EUROPÉENNES ENTRE 2012 ET 2021

Immobilier / Actions	France actions	Allemagne actions	Italie actions	Pays-Bas actions	Espagne actions
France immobilier	0,2	0,0	0,1	0,0	0,1
Allemagne immobilier	0,2	-0,1	0,2	0,2	0,0
Italie immobilier	0,3	0,0	0,3	0,2	0,1
Pays-Bas immobilier	0,1	-0,2	0,1	0,0	-0,1
Espagne immobilier	0,2	0,0	0,2	0,1	0,2

Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après Statistiques nationales, Oxford Economics, MSCI.



L'APPROCHE PAR LA PRIME DE RISQUE

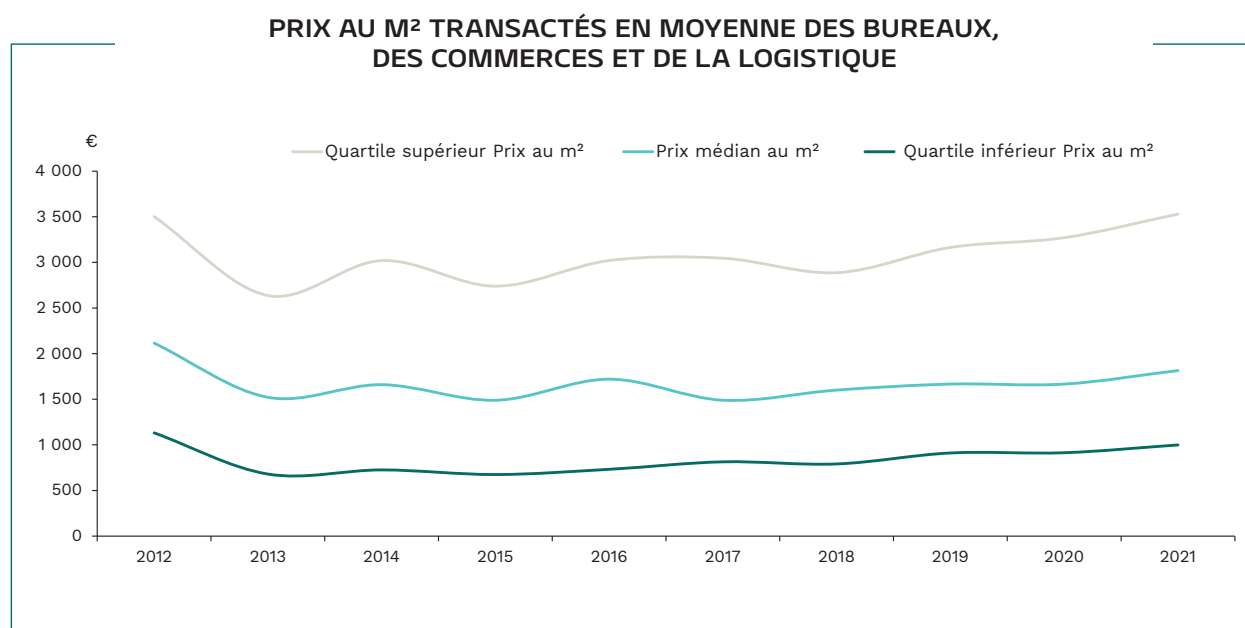
Ainsi, pour réaliser un investissement, nous ne pouvons pas uniquement nous baser sur un rendement espéré et un niveau de risque donné. Il convient également de juger si le surplus de rendement par rapport à un actif sans risque justifie de s'exposer. Comme nous venons de le voir, les obligations d'État apparaissent comme le placement le moins risqué et servent par convention de référence pour mesurer la prime de risque des autres classes actifs, dont l'immobilier.

Ainsi, concernant les obligations d'État, nous avons constaté qu'entre 2012 et 2021, l'ensemble des pays analysés ont connu une compression de leur taux souverain à 10 ans plus ou moins marquée (entre 150 et 660 pb, hors Grèce). De plus, cette décennie a également été marquée par deux crises majeures, celle des dettes souveraines et la pandémie du Covid-19. Les dispositifs mis en place par la Banque centrale européenne pour faire face à ces chocs économiques se sont matérialisés par une diminution des taux directeurs permettant ainsi à l'immobilier direct de reconstituer une prime de risque confortable, comprise entre 200 pb et 500 pb pour une majorité d'actifs « prime » à fin 2021 en Europe.

L'invasion russe de l'Ukraine en ce début d'année 2022 est un tournant pour l'Europe. La Banque centrale européenne a prévenu qu'elle assurera

la fluidité des conditions de liquidité et que le Conseil des gouverneurs prendra toutes les mesures nécessaires pour remplir le mandat de la BCE consistant à rechercher la stabilité des prix et à préserver la stabilité financière. La BCE a également décidé de maintenir ses taux directeurs à leur plus bas niveau. La Banque centrale souhaite donc garder un maximum de « flexibilité » en raison des incertitudes économiques liées au conflit en Ukraine. Pour la BCE, tout changement de ses taux directeurs interviendra quelque temps après la fin des achats nets qui devrait avoir lieu à partir du troisième trimestre 2022 selon la BCE. Tout ajustement des taux directeurs devrait se faire de façon progressive.

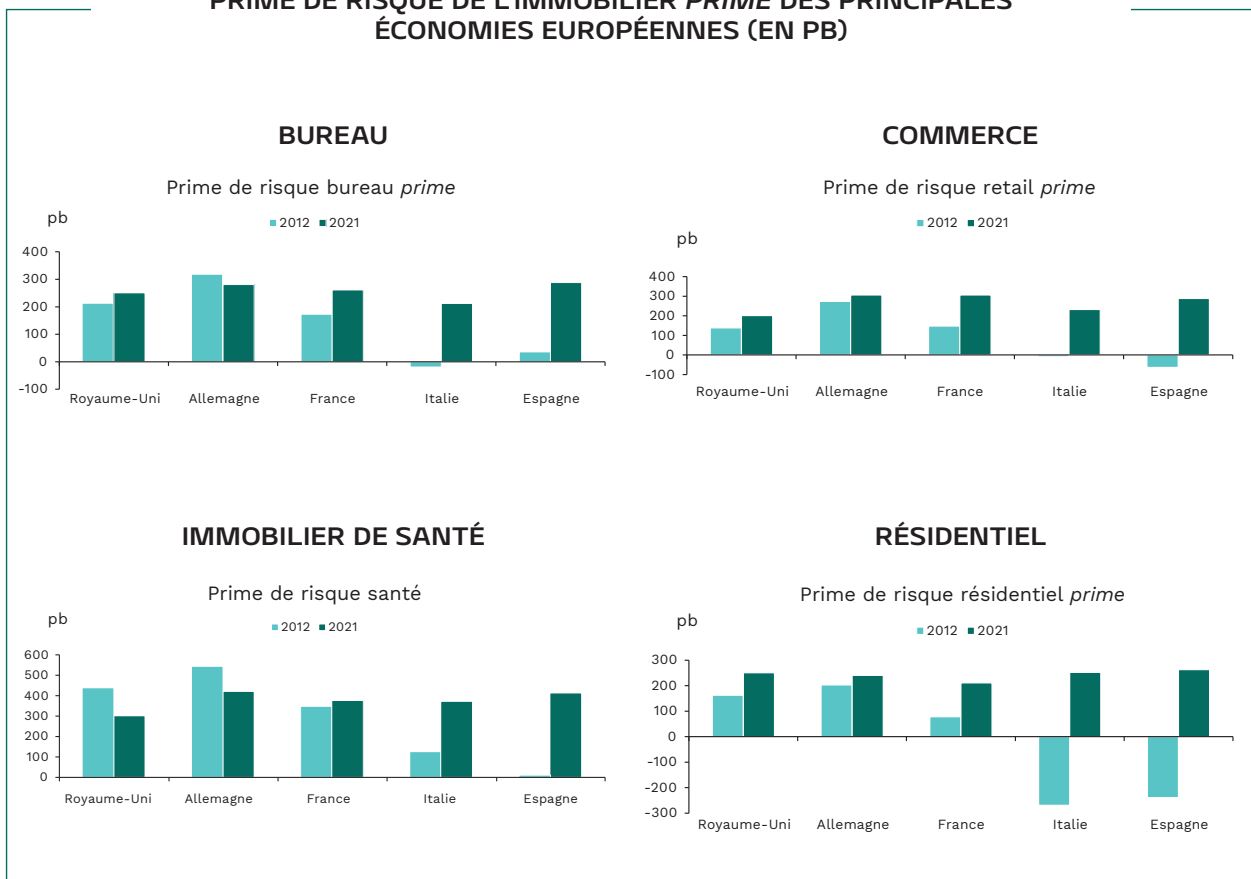
Par conséquent, au moment où les taux seront relevés, **la question de la sensibilité des placements immobiliers aux taux d'intérêt se posera. Comme nous avons pu le voir, le point positif pour l'immobilier concerne le fait que les primes de risque se sont reconstituées comparativement à ce qu'elles pouvaient être au début de la période d'analyse. Cette situation permet donc d'offrir un amortisseur contre la hausse des taux.** D'autre part, l'analyse des prix de l'immobilier incluant le bureau, le commerce et la logistique durant la décennie indique une évaluation cohérente des prix des immeubles d'entreprise.



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après RCA.



PRIME DE RISQUE DE L'IMMOBILIER PRIME DES PRINCIPALES ÉCONOMIES EUROPÉENNES (EN PB)



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après CBRE, Oxford Economics, Brokers, et Statistiques Nationales.

LES STRATÉGIES DE PLACEMENT EN IMMOBILIER

Lors de l'allocation du capital, l'investisseur devra également faire le choix de la stratégie de placement immobilier qui est un élément central avec d'importantes conséquences sur le profil de revenus du portefeuille.

Les choix d'investissement des biens immobiliers détenus ou acquis peuvent être répartis selon leur profil entre le rendement qu'ils assurent et le risque que l'investisseur endosse. Trois grandes catégories existent : Core/Core+, Value Add et Opportuniste. Un bien Core est un immeuble bien situé, de bonne facture, avec un utilisateur de premier ordre qui détient un bail long. La stabilité du rendement de ce type d'actif est principalement générée grâce aux revenus locatifs. Le gain en capital pourra constituer un complément de revenu à la sortie mais il fluctue dans le temps.

Les actifs considérés dans la catégorie Core+ ont un niveau qualitatif un peu moins élevé que les actifs de la catégorie Core. Ainsi, si nous prenons l'exemple d'un actif de bureau localisé dans un QCA mais dont le bail va bientôt se terminer, le bien sera considéré comme Core+ car l'investisseur

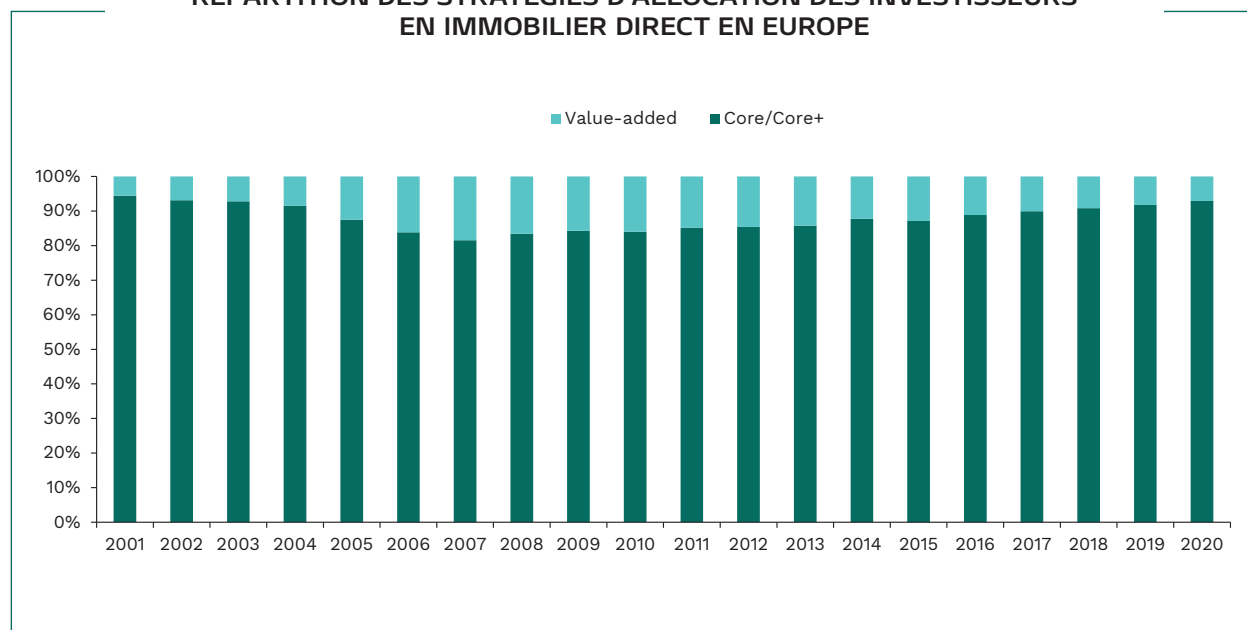
devra supporter un risque plus élevé en raison d'un bail plus court.

Pour une approche Value Add, c'est la plus-value qui est au cœur de cette stratégie qui est généralement réalisée via une rénovation profonde avec une remise en location ou le développement d'un projet non spéculatif. Une autre solution passera par l'optimisation du cycle immobilier à travers le potentiel d'appréciation d'un marché.

Enfin, l'investisseur qui cherchera le profil au rendement le plus élevé mais avec un important niveau de risque comparativement aux autres stratégies, optera pour une stratégie dite opportuniste.

De manière générale, nous recommandons d'appliquer des stratégies Core ou Core+ à la majorité de l'allocation. Une partie du portefeuille pourra suivre une stratégie Value Add selon le cycle du marché avec un potentiel de hausse des loyers et de la valeur sur l'horizon d'investissement permettant un potentiel de rendement plus élevé.

RÉPARTITION DES STRATÉGIES D'ALLOCATION DES INVESTISSEURS EN IMMOBILIER DIRECT EN EUROPE



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après INREV Fund Index.

L'EFFET DE LEVIER

Alors que la Banque centrale européenne a mis en place une politique abondante et peu chère de liquidités pour répondre aux différentes crises durant la décennie écoulée, cela a permis de fortement abaisser les taux d'intérêt offrant ainsi aux investisseurs la possibilité d'actionner le mécanisme appelé « effet de levier » afin de renforcer le rendement d'un investissement.

Le fait de passer par l'endettement pour optimiser la capacité d'investissement augmente la rentabilité d'un projet, permettant d'accroître les cash flows futurs. Un exemple de calcul simplifié de l'effet de levier peut illustrer le propos.

Supposons qu'un investisseur dispose de 50 millions d'euros. Il identifie 2 immeubles, tous deux valant 50 millions d'euros et rapportant 2 millions d'euros de revenus locatifs par an.

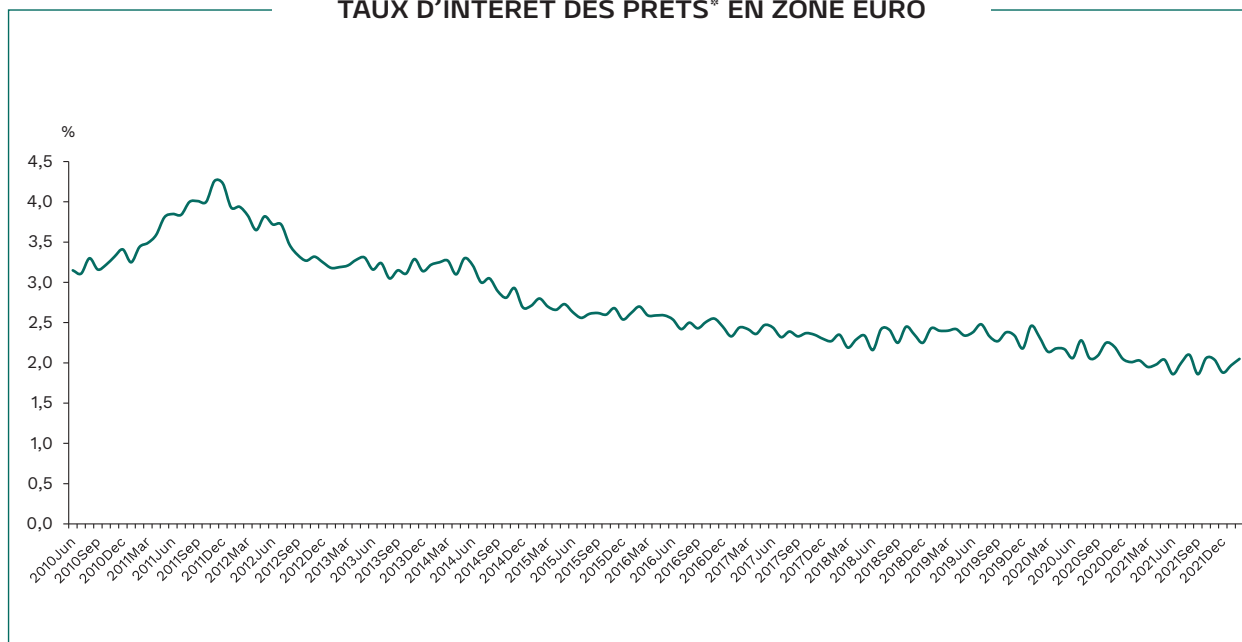
- Si l'investisseur achète un immeuble sur fonds propres, son rendement sera de 4 % et ne lui rapportera que 2 millions d'euros par an.
- Si maintenant, le même investisseur choisit d'acheter les deux immeubles en empruntant 50 millions d'euros au taux de 2 % par an alors les deux immeubles généreront 4 millions d'euros par an, auxquels il faudra soustraire 1 million d'euros (intérêts de l'emprunt). Le cash flow net d'une telle opération sera alors de 3 millions d'euros par an.

Ainsi avec une somme initiale de 50 millions d'euros, l'investisseur ne génère plus seulement 2 millions d'euros mais 3 millions d'euros. Plus l'écart entre le taux d'emprunt et le rendement de l'investissement est grand, plus l'effet de levier est important.

Toutefois, procéder par financement bancaire peut augmenter sensiblement les risques liés à l'investissement. En effet, une crise financière pourrait fragiliser le montage (non-remboursement des intérêts et/ou du principal).

En conclusion de cette première partie : nous avons vu que les approches traditionnelles de l'allocation d'actifs s'appliquaient relativement bien à l'immobilier : son pouvoir de diversification par rapport aux actifs, financiers, leur corrélation faible/négative sur longue période, jouent en faveur de son introduction dans les portefeuilles, sous réserve des contraintes de liquidité et de la gestion des risques liés à l'endettement. L'approche par la prime de risque, traditionnelle sur le marché obligataire, se prête extrêmement bien à l'immobilier dont les risques sont identifiés (locatif, illiquidité, obsolescence...) et se matérialisent dans le taux de capitalisation du loyer.

TAUX D'INTÉRÊT DES PRÊTS* EN ZONE EURO



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après BCE.

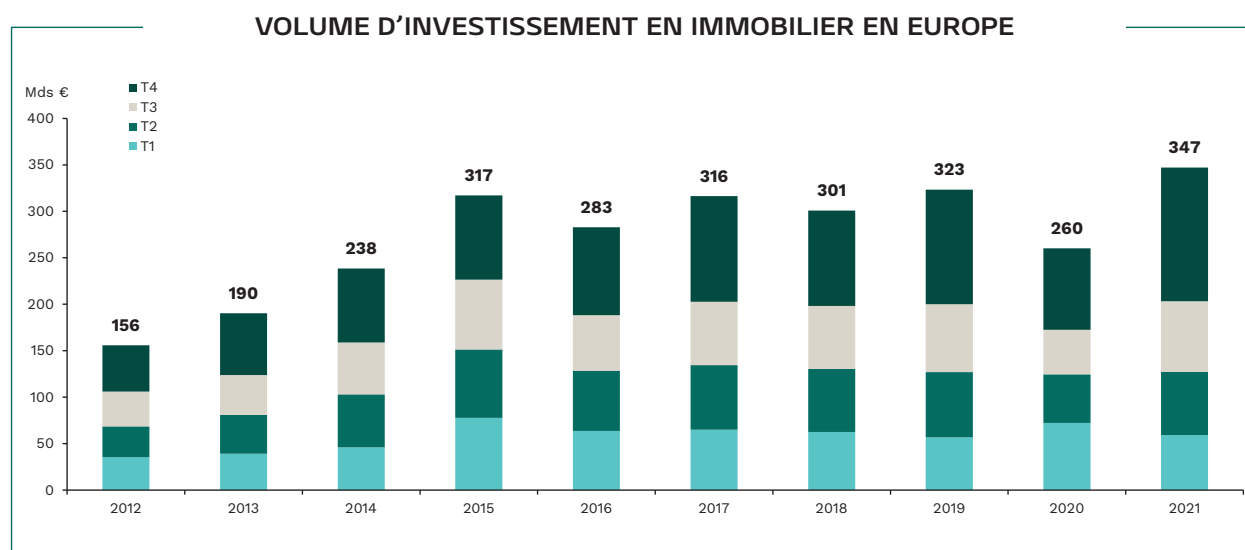
* Prêts au logement accordés aux ménages avec une période supérieure à dix ans - zone euro.



2012-2021,
RETOUR SUR UNE
DÉCENNIE DE
PERFORMANCE
IMMOBILIÈRE

EN DIX ANS, LES INVESTISSEURS ONT FAIT ÉVOLUER LEUR STRATÉGIE D'ALLOCATION EN EUROPE

Les biens immobiliers ont été fortement sollicités par les investisseurs dans les stratégies d'allocation d'actifs. Ainsi, ces dix dernières années, le volume annuel investi dans les biens immobiliers (bureau, commerce, logistique, résidentiel, santé et hôtellerie) est passé de 156 Mds € en 2012 à 347 Mds € en 2021.



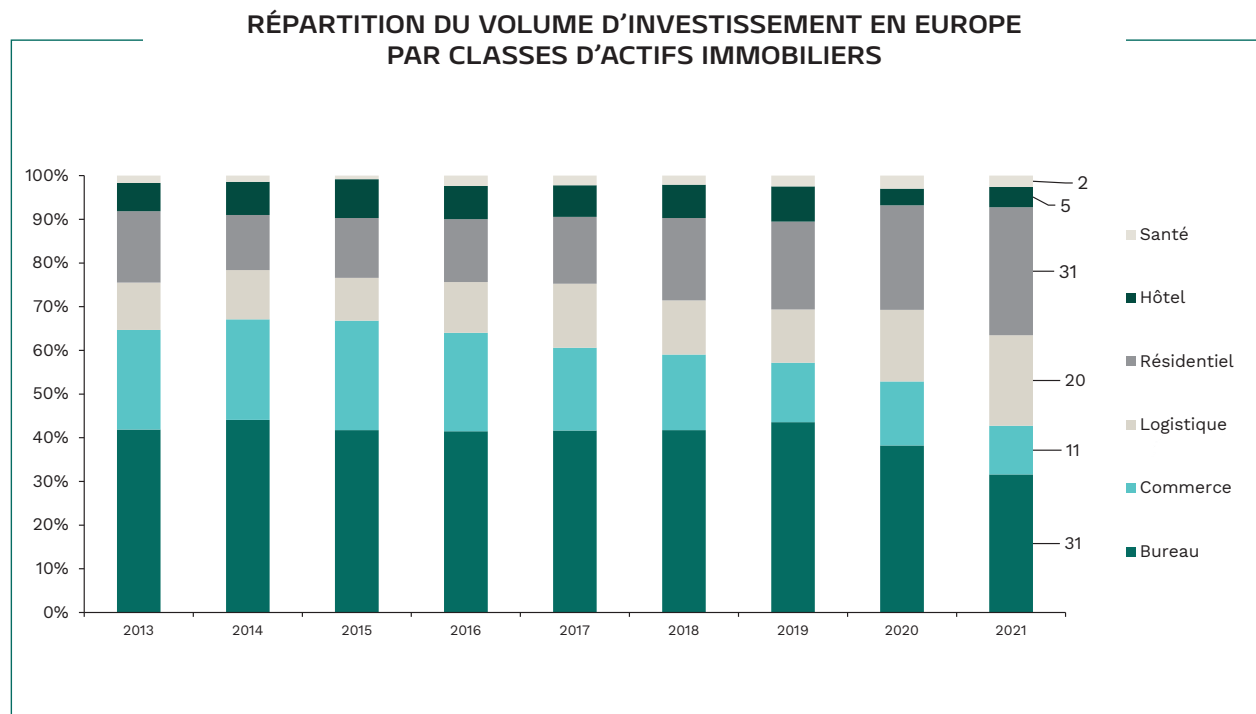
Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après RCA.



En 2021, les capitaux se sont concentrés sur l'immobilier de bureaux (environ 31 %) et l'immobilier résidentiel (environ 31 %). D'autre part, toujours en 2021, les investisseurs ont alloué leurs capitaux à plus de 70 % dans six marchés européens à savoir : l'Allemagne, le Royaume-Uni, la France, les Pays-Bas, l'Espagne et l'Italie.

Malgré le « *home bias* » qui consiste pour un investisseur à s'intéresser en priorité à son marché

immobilier national, nous avons constaté une vraie montée en puissance des investisseurs transfrontaliers en Europe depuis plusieurs années. Ainsi, la part des placements transfrontières pour les biens immobiliers se situe entre 20 % et 35 % en moyenne par année. En 2021, les investissements transfrontaliers en Europe ont ainsi représenté près de 160 milliards d'euros.



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après RCA.

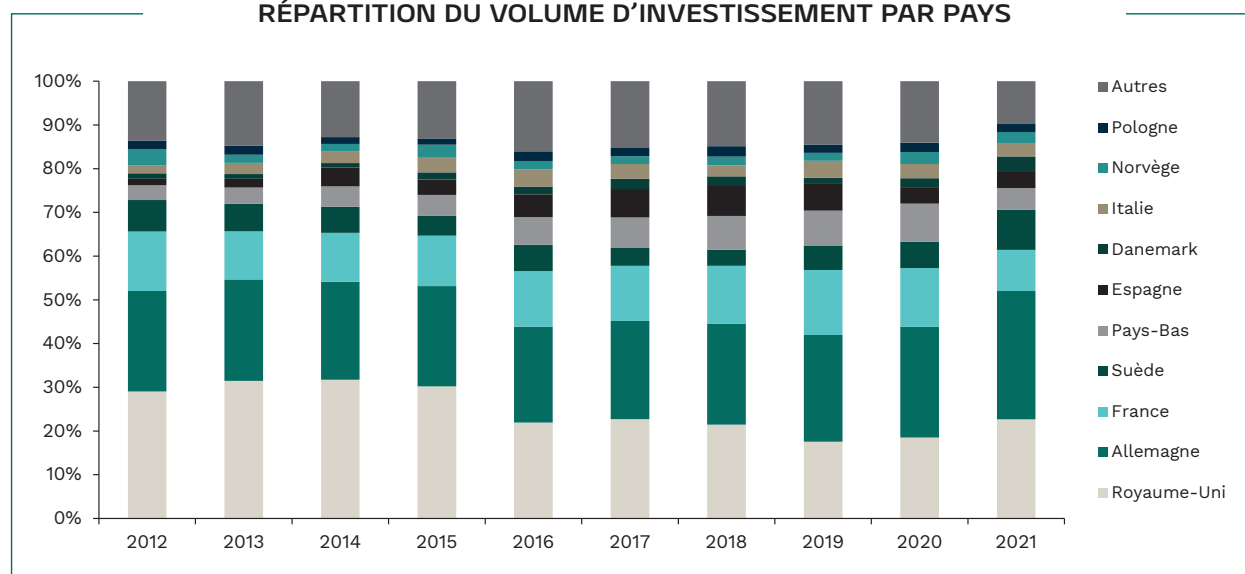


En plus de la démarche de diversification par classe d'actifs et par pays, il convient également de rajouter une classification du marché selon le secteur économique des utilisateurs. À titre d'exemple, on peut distinguer les marchés de bureau orientés vers les matières premières, la finance, les nouvelles technologies ou l'administration publique, les marchés hôteliers orientés vers le tourisme de loisir et ceux orientés vers le tourisme d'affaires, les marchés des commerces alimentaires, liés à l'univers de la maison, du textile-maroquinerie ou encore de la jardinerie.

Cette analyse par secteur d'activité permet d'identifier les activités les plus résilientes pour chaque marché immobilier, d'éviter les branches éventuellement problématiques et d'assurer une diversification sur différents secteurs.

De manière générale, l'approche globale permet de repérer les écarts et de les utiliser pour mettre en œuvre une stratégie de portefeuille appropriée.

RÉPARTITION DU VOLUME D'INVESTISSEMENT PAR PAYS



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après RCA.



L'ANALYSE DES RENDEMENTS

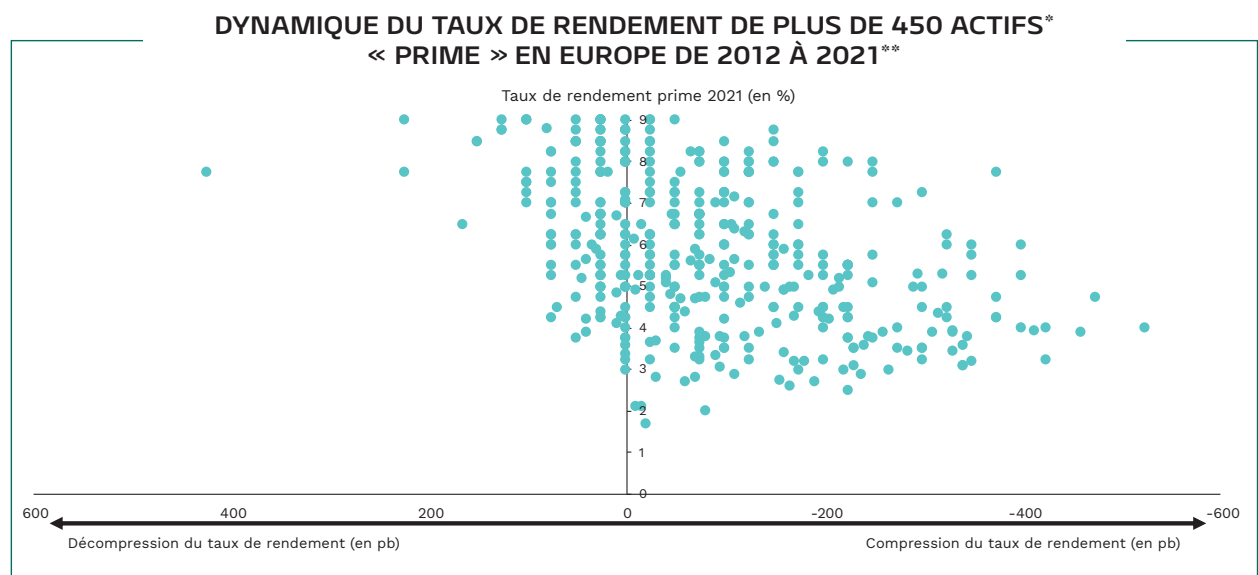
« PRIME » DES BIENS IMMOBILIERS FAVORABLE À LA DIVERSIFICATION

Au regard des volumes investis, nous avons également analysé la dynamique des taux de rendement de plus de 450 marchés pour l'ensemble de l'Europe sur la période 2012-2021, incluant des pays hors Union européenne comme le Royaume-Uni, la Norvège ou encore la Suisse par exemple.

Sur cet échantillon, environ 65 % des marchés ont enregistré une compression de leur taux de rendement, un peu moins de 7 % des marchés sont demeurés stables et une décompression

a été enregistrée dans près de 28 % des marchés analysés, principalement sur les actifs de commerce et en hôtellerie en raison des répercussions de la crise Covid sur ces classes d'actifs.

Ce constat synthétise à lui seul le fait que les différentes classes d'actifs en Europe suivent des cycles différents et qu'il convient donc de procéder à une diversification géographique, par typologie et par secteur pour optimiser le couple rendement/risque d'un portefeuille.



Source(s) : Primonial REIM Recherche & Stratégie, d'après données CBRE, BNP PRE, C&W, RCA, Colliers, Catella et brokers divers.

* Bureau, commerce, logistique, santé, hôtel, résidentiel.

** Ou d'après dernière données disponibles.

L'IMMOBILIER DIRECT : UNE CLASSE D'ACTIFS EN CAPACITÉ DE DÉLIVRER UN RENDEMENT RÉCURRENT

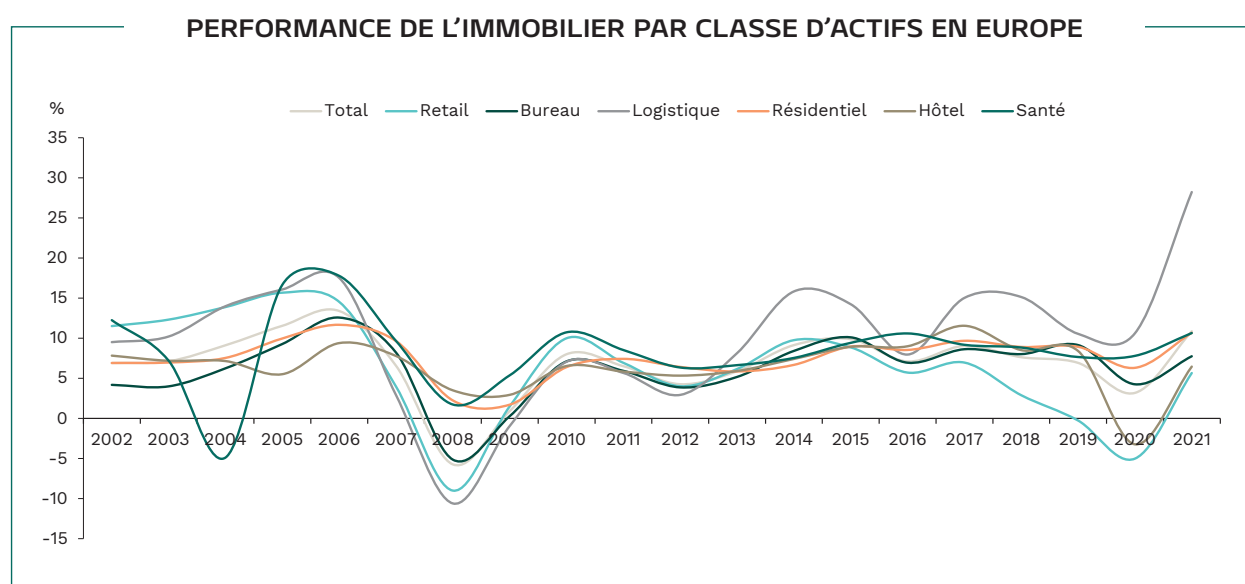
La performance globale de l'immobilier en Europe basée sur les indices MSCI est composée du rendement locatif et du gain en capital. Cet indicateur montre que les biens immobiliers ont délivré un rendement global annuel moyen supérieur à 7 % entre 2012-2021.

D'autre part, sur cette période, nous pouvons constater que les actifs n'ont pas fluctué de la même façon ou avec la même amplitude au même moment.

Ainsi, durant la crise Covid, même si une diminution de la performance globale a été constatée, toutes les classes d'actifs n'ont pas réagi de façon identique. Si la logistique et le résidentiel ont

réalisé une très bonne performance, le commerce et l'hôtellerie ont connu une révision importante de leur valeur en capital qui a, par conséquent, fortement impacté leur performance globale annuelle.

L'évolution du rendement total avec ses deux composantes à savoir le rendement locatif et le gain en capital n'a pas les mêmes caractéristiques. Ainsi, le gain en capital a tendance à fluctuer en fonction du cycle alors que le rendement locatif des biens immobiliers en Europe s'est maintenu dans une fourchette comprise entre 1 % à 3 % en moyenne durant la période analysée, formant ainsi une composante stable du rendement global.



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après MSCI.

LE RENDEMENT LOCATIF : UNE PROTECTION CONTRE L'INFLATION

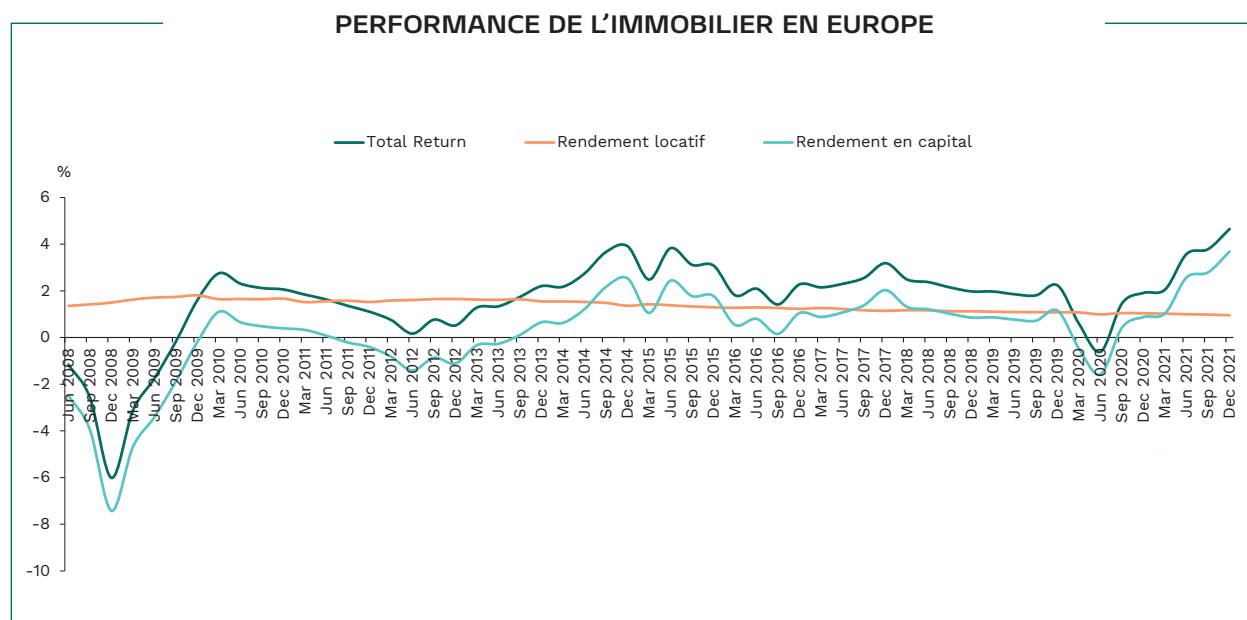
L'immobilier fait partie des placements qui peuvent offrir aux investisseurs une protection partielle contre l'accélération de l'inflation, comme peuvent être d'autres actifs, comme les matières premières ou des obligations indexées sur l'inflation par exemple.

Les rendements locatifs représentent une composante relativement stable des rendements immobiliers du fait du caractère constant des

revenus locatifs. Les baux étant généralement indexés à l'inflation, le rendement locatif est censé évoluer parallèlement à la hausse des prix généraux. Habituellement, les baux des biens immobiliers sont adossés à l'indice des prix à la consommation. L'application de l'adossement à l'inflation peut varier d'un pays à l'autre.

LE GAIN EN CAPITAL : UN SUPPLÉMENT DE VALEUR

Le gain en capital est la somme du produit et de sa plus-value, qui résulte de l'évolution de la valeur des immeubles. Outre une composante de revenu fixe, cela confère à l'immobilier un potentiel de revenu supplémentaire qui peut influencer positivement (mais aussi négativement) sur le rendement global au moment de la vente du bien.



Source(s) : Primonial REIM Recherche & Stratégie.



UN NOUVEAU MODÈLE
D'ALLOCATION
IMMOBILIÈRE

LA DIVERSIFICATION : PRÉALABLE À LA LIMITATION DU RISQUE

Pour comprendre les mécanismes qui sous-tendent l'enjeu de diversification d'un portefeuille immobilier, nous nous sommes concentrés sur deux classes d'actifs, le bureau et le commerce, pour simplifier la lecture.

Il est communément admis que le potentiel de baisse du risque par la diversification dépend du niveau de corrélation entre les différents marchés. Ainsi, on remarque dans notre exemple ci-dessous qu'il y a une faible corrélation entre le Commerce à Amsterdam et le Bureau à Milan, est même légèrement négatif dans le cas du Bureau à Berlin et du Commerce à Paris.

Toutefois, l'analyse unique de corrélation n'est pas suffisante et peut même introduire des biais d'analyses dans certains cas. Il convient de

compléter cette analyse par la compréhension de l'évolution du comportement des marchés dans le temps.

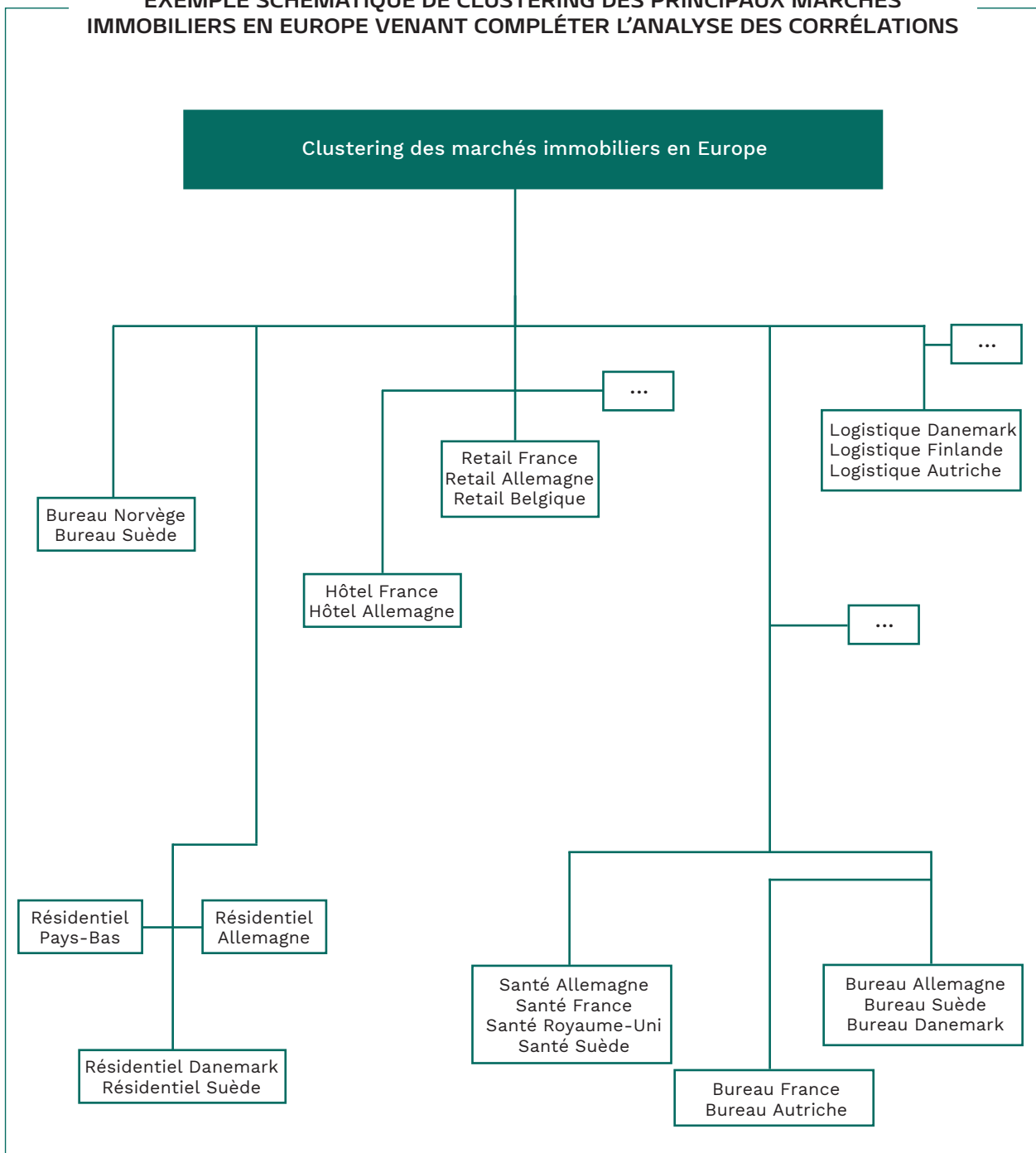
Ainsi, nous avons regroupé les marchés immobiliers en Europe à l'aide de méthodes de clustering (méthode de regroupement) ce qui permet de constituer des groupes homogènes avec de fortes similarités dans leurs comportements. À titre d'exemple, nous voyons que les marchés de la santé en France, en Allemagne, au Royaume-Uni et en Suède sont des marchés avec des comportements similaires.

**EXEMPLES DE COEFFICIENTS DE CORRÉLATION DES RENDEMENTS TOTAUX
ENTRE LES BUREAUX ET LE COMMERCE DES PRINCIPAUX MARCHÉS
EN EUROPE ENTRE 2012 ET 2021**

	Paris Bureau QCA	Berlin Bureau	Dublin Bureau	Milan Bureau	Amsterdam Bureau	Madrid Bureau	Londres- City Bureau
Paris Commerce	0,0	-0,1	0,6	0,0	0,2	0,2	0,4
Berlin Commerce	0,0	0,0	0,5	0,1	0,2	0,3	0,2
Dublin Commerce	0,1	0,1	0,5	0,3	0,2	0,4	0,4
Milan Commerce	0,1	0,3	0,5	0,4	0,3	0,5	0,2
Amsterdam Commerce	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,1
Madrid Commerce	0,1	0,5	0,5	0,3	0,4	0,4	0,2
Londres- City Commerce	0,0	0,2	0,6	0,1	0,3	0,3	0,2

Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie d'après CBRE.

EXEMPLE SCHÉMATIQUE DE CLUSTERING DES PRINCIPAUX MARCHÉS IMMOBILIERS EN EUROPE VENANT COMPLÉTER L'ANALYSE DES CORRÉLATIONS



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie.

LE MODÈLE D'ALLOCATION SMARRT® PAR PRIMONIAL REIM RECHERCHE & STRATÉGIE

Les modèles d'allocation d'actifs sont très utilisés en finance de marché et sont donc stratégiques pour les sociétés de gestion en immobilier. Toutefois, dans la pratique, le développement de méthodes strictement quantitatives trouve généralement leurs limites et aboutit souvent à des solutions marginales.

Partant de ce constat, nous avons créé **SMARRT® pour Smart Modelization by Analyzing Risk-Return Trajectory** qui est notre modèle d'allocation en immobilier. En nous basant sur la performance passée et future de l'immobilier en Europe (**toutes classes d'actifs et pays confondus**), nous avons créé un programme capable de générer une multitude de portefeuilles efficaces.

Pour pouvoir faire cela, nous avons appris à notre programme à devenir intelligent :

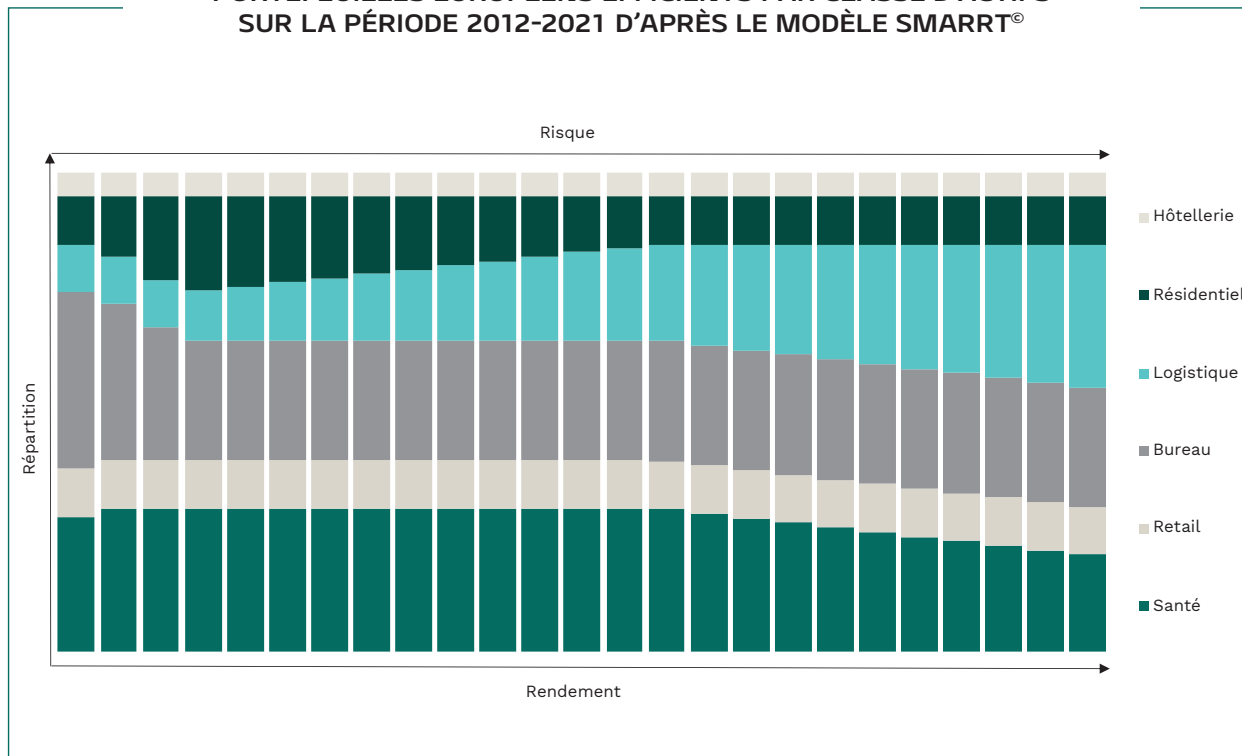
- Il peut proposer les meilleurs portefeuilles selon le risque et le rendement souhaité en lui apprenant ce qu'est un risque et ce qu'est un rendement;
- Il peut ajuster sa stratégie d'allocation selon la liquidité et la profondeur pour rester cohérent avec la réalité des marchés ;
- Il peut apprendre à s'adapter à un nouveau contexte de marché en prenant en considération l'expérience passée afin d'identifier les meilleures performances dans le futur à un instant donné.

Ainsi, à partir des données passées et des projections, notre programme se base sur l'évaluation du couple rendement/risque pour constituer des portefeuilles théoriques efficaces qui garantissent un niveau de risque minimum pour un rendement donné.

Notre programme mesure le risque grâce à une formule statistique très utilisée en finance qui permet d'estimer des pertes moyennes dans les pires scénarii. Ainsi, le programme va être en mesure de constituer des portefeuilles à la fois performants et résistants. D'autre part, notre modèle nous a confirmé que faire le choix d'investir sur l'ensemble des marchés européens permet de profiter des dynamiques positives au-delà des frontières nationales tout en améliorant le profil rendement/risque des portefeuilles plutôt que de se limiter à des actifs nationaux.

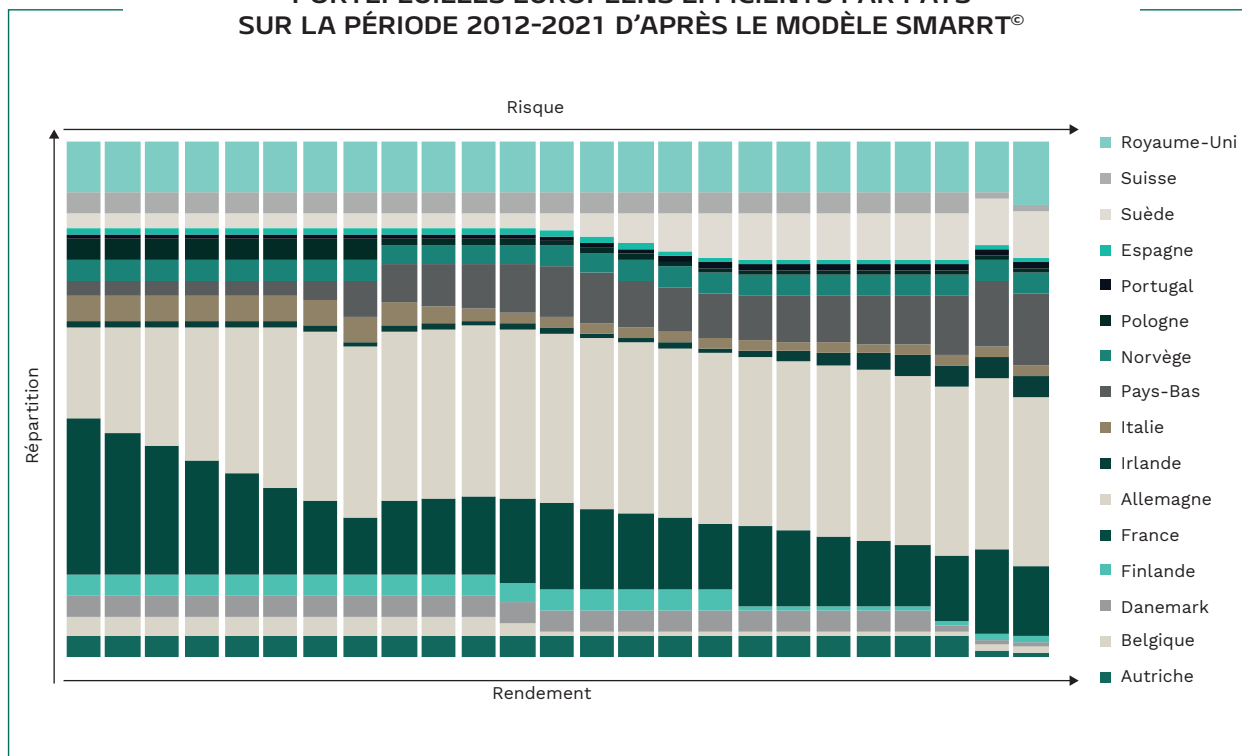
Le contexte économique de la décennie 2012-2021 a été celui d'une croissance économique assez faible (+1 % en moyenne annuelle) en raison de deux crises majeures, d'une inflation modérée (+2 %) et de taux souverains faibles (1 %). Dans ce contexte, notre modèle a privilégié des portefeuilles efficaces avec un total return compris entre 5 % et 10 %. Il a privilégié deux classes d'actifs ; le bureau et la santé (entre 20 % et 40 %). Dans une perspective défensive le modèle recommande de se tourner vers le résidentiel (entre 10 % et 20 %) alors qu'il privilégie la logistique pour accroître le rendement tout en augmentant le risque global du portefeuille. Le retail et l'hôtellerie (entre 5 % et 10 %) étaient également à incorporer durant la décennie écoulée mais le modèle limite leur exposition en raison de la crise Covid qui a fortement impacté ces deux classes d'actifs. D'un point de vue géographique, le modèle privilégie une répartition européenne, notamment à la France et à l'Allemagne (entre 15 % et 35 %), alors qu'il a limité l'exposition au Royaume-Uni (entre 10 % et 15 %) dans une optique défensive en raison d'une plus grande volatilité des rendements des biens immobiliers résultant principalement de la période Brexit.

**PORTEFEUILLES EUROPÉENS EFFICIENTS PAR CLASSE D'ACTIFS
SUR LA PÉRIODE 2012-2021 D'APRÈS LE MODÈLE SMARRT®**



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie.

**PORTEFEUILLES EUROPÉENS EFFICIENTS PAR PAYS
SUR LA PÉRIODE 2012-2021 D'APRÈS LE MODÈLE SMARRT®**



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie.

LA PROJECTION FUTURE D'UN PORTEFEUILLE IMMOBILIER PAR SMARRT[©]

Sur la base de la théorie moderne de portefeuille et de projection basée sur des modèles économétriques, nous pouvons décrire un rendement prévu, un risque et une corrélation pour l'ensemble des actifs immobiliers en Europe.

Les graphiques suivants illustrent l'allocation globale recommandée par notre modèle selon les rendements en prenant en compte les comportements passés des marchés et la performance future sur la période 2022-2031 que nous anticipons dans le contexte économique actuel.

L'environnement dans lequel nous évoluons et que nous avons retenu pour la décennie à venir est celui d'une forte inflation au niveau européen (+4 % en moyenne annuelle), de remontée des taux souverains à 10 ans (2 %) et d'incertitudes économiques (+1 %). Nous avons retenu des performances globales immobilières moins fortes que pour la décennie écoulée. Dans ce contexte, notre modèle a identifié différents portefeuilles efficaces avec un total return compris entre 3 % et 7 % et conseille de faire évoluer l'allocation comparativement à la période 2012-2021. D'autre part, il continue de privilégier une diversification géographique au niveau européen et sur l'ensemble des classes d'actifs.

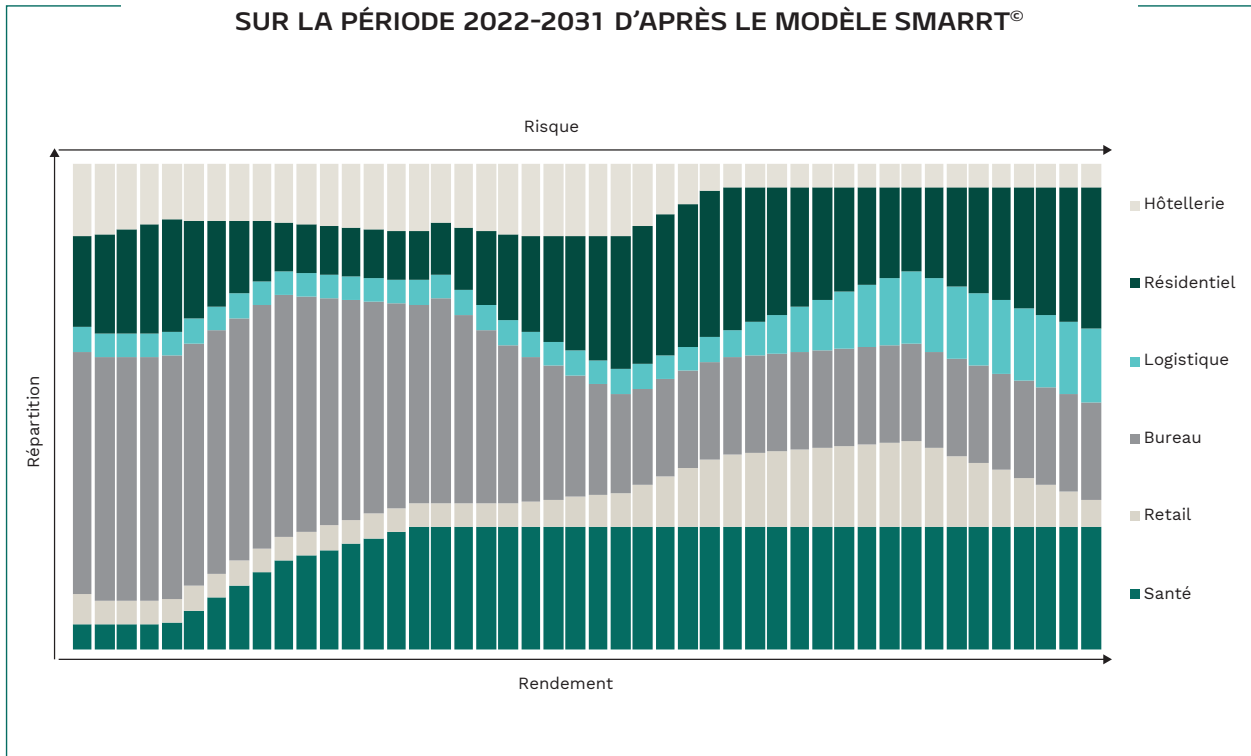
Lorsque l'on analyse les résultats futurs en projetant les rendements immobiliers sur les 10 ans à venir, le modèle privilégie le bureau (entre 20 % et 50 %), le résidentiel et la santé (entre 10 % et 30 %) dans une approche défensive alors qu'il surpondère la logistique (entre 5 % et 15 %) pour accroître la performance mais augmente

la prise de risque également. Il est intéressant de noter que dans une approche défensive le modèle recommande une part quasi équivalente entre la logistique et le retail, deux actifs liés à la consommation et pouvant se substituer selon les comportements des consommateurs.

Concernant la répartition géographique, le modèle confirme la France et l'Allemagne (entre 10 % et 35 %) dans une optique défensive et recommande d'accroître la part de l'allocation dédiée à l'Espagne (entre 5 % et 15 %). Il recommande également d'accroître la part des Pays-Bas (entre 5 % et 15 %) pour plus de rendement avec un risque plus modéré et de fortement accroître la part du Royaume-Uni (entre 10 % et 30 %) au détriment de l'Espagne et l'Italie pour accroître la performance mais conduisant à une prise de risque plus élevée.

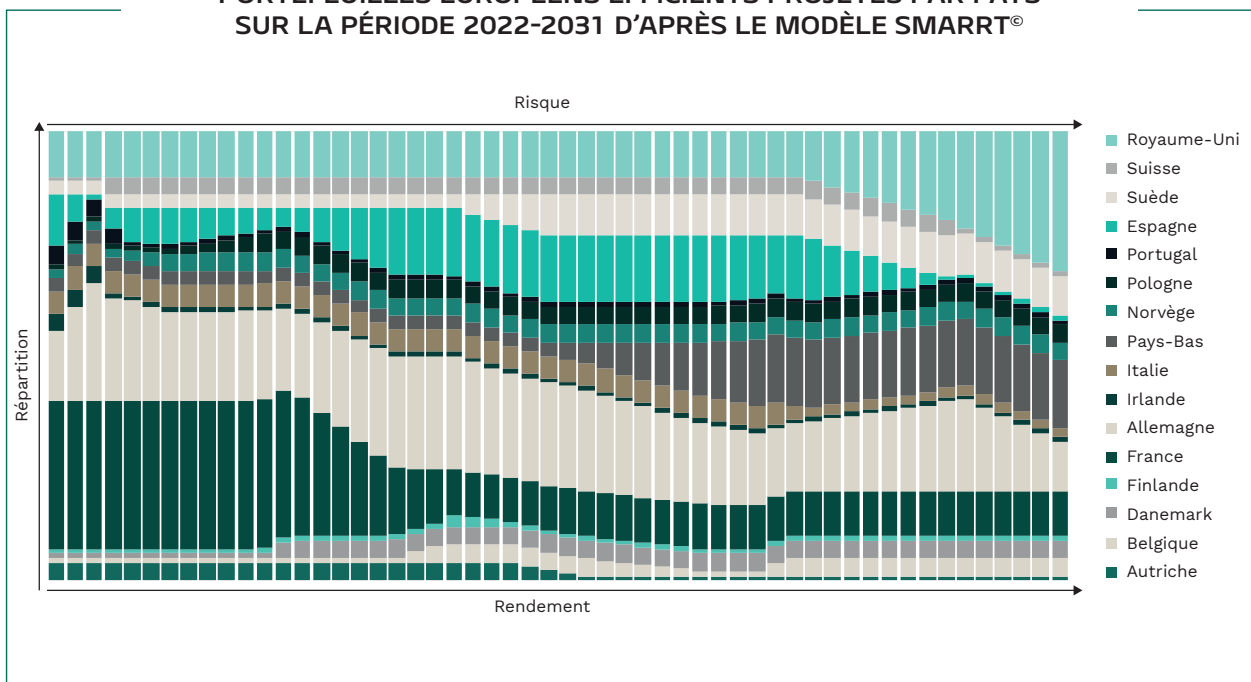
Ces données constituent une réalité à un instant donné et ne peuvent être figées dans le temps. Il conviendra d'adapter le modèle à chaque nouvelle situation pour faire évoluer l'allocation pour maintenir perpétuellement l'équilibre rendement/risque souhaité permettant de délivrer un haut niveau de performance dans le temps. Nous avons identifié différents types de risques pouvant conduire à d'importantes corrections comme : une aggravation de la guerre entre la Russie et l'Ukraine, une crise financière, une remontée trop brusque des taux d'intérêt, une inflation forte qui perdure, la question de la relance européenne et celle de la dette resteront également d'actualité, sans oublier les aléas réglementaires qui touchent les marchés à des degrés divers selon les pays ou encore une croissance trop forte des prix de l'immobilier qui serait décorrélée des réalités économiques.

**PORTEFEUILLES EUROPÉENS EFFICIENTS PROJETÉS PAR CLASSES D'ACTIFS
SUR LA PÉRIODE 2022-2031 D'APRÈS LE MODÈLE SMARRT®**



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie.

**PORTEFEUILLES EUROPÉENS EFFICIENTS PROJETÉS PAR PAYS
SUR LA PÉRIODE 2022-2031 D'APRÈS LE MODÈLE SMARRT®**



Source(s) : Primonial REIM Recherche et Stratégie.





DÉPARTEMENT RECHERCHE ET STRATÉGIE

Daniel WHILE, MRICS • Directeur Recherche & Stratégie • daniel.while@primonialreim.com

Henry-Aurélien NATTER, MRICS • Responsable Recherche, Auteur de l'étude • henry-aurelien.natter@primonialreim.com

Adrien ISIDORE • Économiste statisticien • adrien.isidore@primonialreim.com

Florian WENNER • Senior Researcher • florian.wenner@primonialreim.com

Le Département Recherche & Stratégie a vocation à formaliser les stratégies d'investissement immobilières de Primonial REIM, sur la base d'une veille continue des marchés français et européens. Alors que l'immobilier collectif représente une part croissante des portefeuilles institutionnels et de l'épargne des ménages, il est au carrefour de facteurs financiers (la hiérarchie des taux), économiques (les business models des locataires), démographiques (le phénomène de métropolisation) et sociétaux (l'évolution des usages). D'où la pertinence d'une analyse transversale. Qui plus est, elle s'inscrit dans le temps long, qui est l'horizon de la plupart des investisseurs en immobilier.