

En 2018, le benchmark MSCI<sup>1</sup> ressort à 6.6% inférieur à sa moyenne sur 5 ans (7.6%) et sur long terme (9.1% sur 20 ans)<sup>2</sup>. Sur les cinq dernières années, l'immobilier a offert un meilleur rendement (7.5%) comparé à l'immobilier coté (1.3%), aux actions (6.1%) ou aux obligations (4.3%). Sur 10 ans, la performance globale, absolue, de l'immobilier direct (6.6%) est inférieure à celle de l'immobilier coté (9.8%) ou des actions (8.7%). Néanmoins, sans surprise, le ratio de Sharpe de l'immobilier direct reste supérieur à 1<sup>3</sup> en liaison avec une volatilité des performances très inférieure à celle des autres classes d'actifs<sup>4</sup>.

L'essentiel de la performance en 2018 à 6.6% s'explique par des rendements locatifs à 4.2% contre 2.4% pour les rendements en capital. L'érosion notable des rendements en capital par rapport à 2017 témoigne probablement des anticipations des investisseurs. L'ère est à la prudence depuis le pic ressenti de 2017 : le temps où les rendements en capital étaient supérieurs aux rendements locatifs comme les années avant crise est bel et bien révolu.

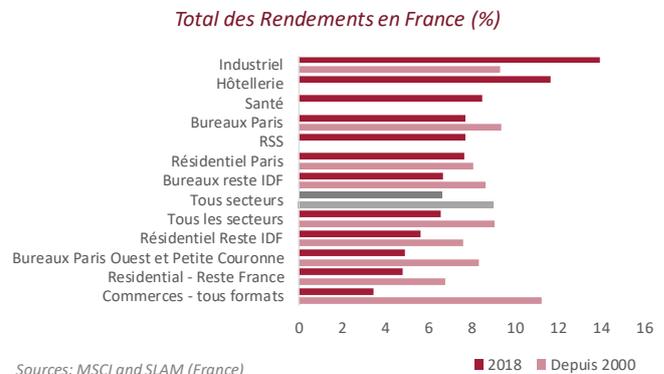
### Hierarchie des Performances en France

En termes de hiérarchie par grand secteur, la logistique et les secteurs alternatifs enregistrent des performances supérieures au rendement moyen de 6.6% tandis que les secteurs plus traditionnels, bureaux et commerces sont en bas de classement.

Le secteur logistique & industriel enregistre un rendement de 14% au total sur 2018 bien supérieur à sa moyenne de long terme (9.8%). Les forts rendements locatifs (5.8%) sont portés tant par l'industrie que par les nouveaux modes de consommation B to B ou B to C ; les rendements en capital (7.8%) sont initiés par l'appétit des investisseurs pour la classe d'actifs, ses sous-marchés et différents produits. Toutefois, cette performance absolue ne doit pas occulter certains risques : la supériorité des rendements en capital sur les rendements locatifs appelle en effet à la prudence, notamment pour les investisseurs institutionnels avec une forte préférence pour la stabilité des revenus. Le secteur logistique est un des plus volatils, et fortement corrélé à l'activité économique, notamment l'industrie : pour rappel, la perte totale des rendements en capital de 2009 à 2013 avait été de plus de 28%. Aussi, les investisseurs doivent « pricer » le risque du ralentissement à venir sans oublier d'intégrer la prime d'obsolescence, qui peut être élevée selon le type de produit.

Les secteurs traditionnellement qualifiés d'alternatifs, mais désormais plus classiques dans les portefeuilles d'institutionnels, observent des performances élevées, au-delà de la performance moyenne française : 11.7% en hôtellerie, 8.5% en santé et 7.7% en Ephad. L'essentiel de la performance pour ces actifs, dont le moteur est essentiellement démographique, est engendré par les

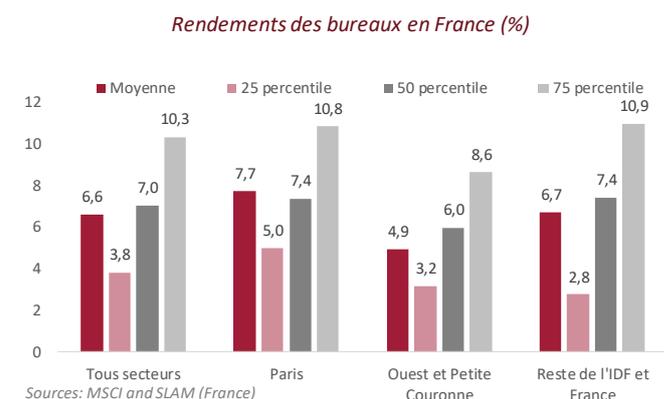
<sup>1</sup> Le benchmark est réalisé sur un échantillon de près de 6 500 actifs, pour une valeur totale proche de 166 milliards d'euros, soit près de 50% du marché.  
<sup>2</sup> Présentation des résultats annuels, le vendredi 12 avril 2019. Cet article a été publié par Business Immo le lundi 15 avril dans la rubrique Point de vue.



rendements locatifs contrairement au secteur industriel par exemple.

Après l'effet rattrapage du secteur de la santé, en termes d'écrasement des taux en 2016 et une performance totale de 11.6%, c'est à présent l'hôtellerie qui devient plus « classique ». Les travaux quantitatifs synthétisés dans le Minds & Markets de septembre 2018 démontrent l'intérêt du secteur de l'hôtellerie pour minimiser le risque, au sens de la théorie de portefeuille.

En résidentiel, autre secteur à variable démographique comme moteur de la demande, le rendement total se situe à 7% en 2018 mais inférieur à sa moyenne de long terme. Comme par le passé, l'essentiel de la performance est tiré par les rendements en capital très largement supérieurs aux rendements locatifs, une caractéristique du marché français – fortement régulé en termes de loyers.



Résultats décevants mais sans grandes surprises des bureaux (6.4%) et commerces (3.5%). Ces deux secteurs ont des sous segments géographiques et sectoriels très hétérogènes et des profils de rendements différents et divergents depuis la reprise.

<sup>3</sup> La nature des données MSCI, soient des données d'expertises tendent à lisser la volatilité. Celle-ci est plus élevée sur les données transactées, avec un ratio de Sharpe inférieur à 1.  
<sup>4</sup> Avec un ratio de Sharpe bien inférieur.

# M<sup>2</sup> = Minds and Markets

## Performances MSCI 2018 : au-delà des chiffres « spot »

Avril 2019

C'est inexorablement Paris qui délivre une fois de plus le rendement le plus élevé : 8.1% pour le QCA (Quartier Central d'Affaires) et 7.3% en moyenne pour les autres périmètres géographiques. Les secteurs sous-performants, comparativement à la performance moyenne, sont ceux de La Défense, avec 4.1% et le reste de l'IDF avec 4.7%.

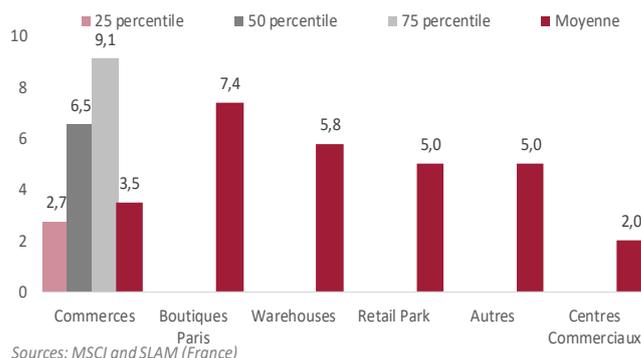
- **Sur longue période, Paris reste le marché le plus attractif** pour les investisseurs, notamment en termes de rendements en capital avec un rendement moyen de 3.2% pour le QCA et 1.6% pour le reste de Paris.
- Néanmoins, comme beaucoup de nos travaux l'ont déjà démontré, **c'est un phénomène de métropolisation renforcé par la crise financière globale et la reprise de 2012 qui a accentué le différentiel de trajectoires entre Paris et les autres sous-marchés.** La demande locative continue de se renforcer dans Paris, ainsi que l'appétit des investisseurs qui parient sur une croissance locative de marché soutenue à moyen terme par une forte productivité globale des facteurs.
- **L'exposition de Paris à des secteurs économiques diversifiés et à haute valeur ajoutée technologique**, notamment en matière d'innovation, explique la vigoureuse demande des locataires pour bénéficier d'un véritable écosystème, en plus des traditionnelles infrastructures urbaines génératrices de fortes externalités positives. A titre de rappel, Paris concentre 17% du PIB national.
- **La valeur locative de marché enregistrée par les actifs au sein du benchmark est de 3.4% sur Paris en 2018 versus 1.5% ailleurs**, et le taux de vacances est de 3.8% contre 7.9% tous secteurs confondus. En comparaison des autres performances dans le secteur des bureaux sur d'autres marchés dans le monde, les rendements de la France pourraient paraître décevants : ce n'est pas le cas, le marché de bureaux n'inspire pas de craintes dès lors que les rendements locatifs sont supérieurs aux rendements en capital. En revanche, dans certains pays où sont observées des performances à deux chiffres, comme les Pays-Bas (15.3%), l'Australie (13.7%) la Suisse (12.9%), l'Allemagne (10.6%) et l'Espagne (10.4%), les rendements en capital ont été supérieurs aux rendements locatifs, ce qui rend ces marchés plus vulnérables en cas de ralentissement ou de choc exogènes.

### Disparité dans le Commerce

Sur le segment des commerces, seuls les pieds d'immeubles sur Paris enregistrent une performance supérieure au benchmark, à 7.4% : tous les formats de centre commerciaux sont à la peine (rendements entre 0.4% et 3.5%) derrière les « retail warehouses » ou « retail parks » (entre 5.0% et 5.8%). Ces résultats sont en ligne avec le diagnostic d'une concentration de la richesse sur les grandes métropoles et d'un changement structurel de la consommation en France depuis 2012.

La disparité des rendements autour de la moyenne témoigne d'une disparité aigüe des performances par sous-marchés et par segment.

Rendements des commerces en France (%)



Le segment parisien « high street » fait mieux que ses pairs, Berlin, Milan, Oslo, Zurich ou Dublin mais il reste loin derrière Amsterdam, Lisbonne, Munich, Stockholm ou Vienne (16%). Dans ces « surperformeurs », à part Lisbonne, les rendements sont essentiellement tirés par la partie du capital, en liaison avec la nouvelle pression sur les taux. La forte croissance touristique dans certaines capitales depuis 2013 explique l'appétit pour le « high street » dans certaines localisations clés, comme à Vienne.

A part le segment « high street » dans les villes phares, le commerce fait moins bien sur près de 90% de l'échantillon des 17 pays analysés par MSCI. Parallèlement, le secteur industriel surperforme l'immobilier en général sur 90% de l'échantillon, sauf au Portugal et en Suisse. Seuls l'Autriche et le Portugal font mieux que les autres classes d'actifs en liaison avec un commerce de niche sur le segment du « high street ». En revanche, les rendements sont négatifs au Royaume-Uni, effet mécanique de la baisse des valeurs, plus particulièrement sur le segment des centres commerciaux (35% du benchmark au UK). Parallèlement, les rendements sur le segment industriel (plus de 21% du benchmark) enregistrent une performance à plus de 16%. L'effet de substitution du secteur industriel sur le commerce est évident, mais faut-il rappeler que la consommation sur internet est beaucoup plus volatile que la consommation physique !



**Béatrice Guedj (PhD)**

beatrice.guedj@swisslife-am.com

Directrice Recherche et Innovation

www.fr.swisslife-am.com/realestate