

# Schroders Global Property Securities

## Les valeurs immobilières : une source de diversification

La place des valeurs immobilières internationales (*global property securities*, ou GPS) dans un portefeuille d'actifs suscite toujours un débat nourri, qui se focalise notamment sur la volatilité de leurs performances par rapport à l'investissement immobilier direct et sur le sentiment que ces valeurs se comportent davantage comme des actions que comme un placement immobilier. Nous avons souhaité enrichir ce débat en analysant la corrélation des GPS avec les autres classes d'actifs et **nous sommes parvenus à la conclusion que, sur le long terme, les valeurs immobilières constituent un outil de diversification efficace, compte tenu de leur faible corrélation avec les autres classes d'actifs.**

L'immobilier est reconnu comme une classe d'actifs diversifiante, s'agissant d'actifs tangibles susceptibles de générer des flux de revenus croissants. La rentabilité à long terme d'un bien immobilier (le loyer) est dictée par certains paramètres locaux, souvent déconnectés des tendances macroéconomiques. En outre, la décision d'investir dans l'immobilier à l'échelle internationale paraît tout à fait légitime, les différences locales ou nationales en termes de demande, de lois d'urbanisme, de contrats de bail ou encore l'influence des marchés financiers se traduisant par une faible corrélation des rendements entre les différents marchés.

L'immobilier coté constitue un moyen efficace pour accéder à différents types de biens immobiliers, différents métiers de l'immobilier ou différents marchés immobiliers. Investir dans un fonds d'immobilier coté global permet de diversifier le risque inhérent à un investissement sur un marché unique - grâce à une large répartition internationale des investissements - et de profiter du savoir-faire d'une équipe de gestion expérimentée, chargée de la sélection des valeurs et de l'allocation des actifs. Atout supplémentaire, les GPS sont des valeurs cotées en bourse, donc extrêmement liquides. Par comparaison, l'immobilier direct est plus difficilement accessible en raison de l'importance des sommes à mobiliser et du temps qu'il faut consacrer à sa gestion. Cette liquidité a cependant un prix : la volatilité des cours de bourse.

Certains investisseurs mettent cependant en cause les arguments avancés en faveur des GPS. Selon eux, leur volatilité est la preuve que leur comportement s'apparente à celui des actions et non à celui du marché immobilier. Or nous voyons dans cette volatilité une simple anomalie temporaire et estimons que la performance à long terme est déterminée par l'évolution et la qualité des portefeuilles immobiliers sous-jacents. Comme nous l'expliquons ci-après, la question de la volatilité ne se pose pas pour les investisseurs de long terme. Toutefois, la décision d'investir dans des valeurs immobilières - ou dans toute autre classe d'actifs alternative - doit être étayée par des avantages en termes de performance et de diversification. C'est précisément ce que nous nous attachons à démontrer dans cette note.

La cause de la plus grande volatilité des GPS est simple : la valeur d'un investissement immobilier direct et la valorisation d'un titre immobilier ne sont pas déterminées sur les mêmes critères. Les valeurs immobilières se négocient chaque seconde en bourse. A l'inverse, la valorisation des fonds directement investis en immobilier physique n'est effectuée que lors de l'expertise des différents biens immobiliers qui composent le portefeuille - laquelle est effectuée plus ou moins régulièrement - et seule la cession du bien permet de valider cette estimation. Etant valorisées plus fréquemment, les valeurs immobilières cotées affichent logiquement une volatilité plus élevée, quoique généralement inférieure à celle des principaux indices boursiers.

# Schroders

## Global Property Securities

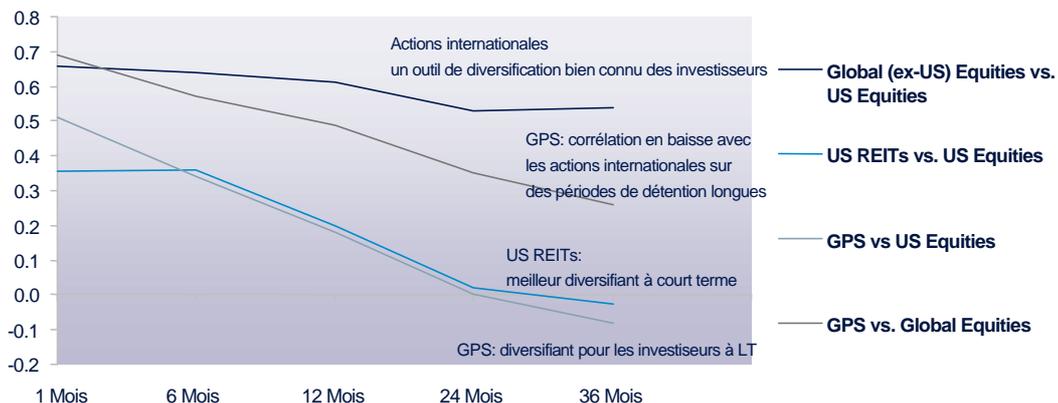
### Evaluer le pouvoir de diversification sur une période d'investissement réaliste

Sur courte période, les valeurs immobilières cotées (GPS) semblent épouser la tendance générale des indices boursiers alors que les fondamentaux du marché immobilier direct n'évoluent quasiment pas. En règle générale, tout accès de faiblesse des marchés d'actions affecte aussi les valeurs immobilières, dans des proportions toutefois différentes. Pour certains, ce comportement parallèle met en question leur apport en termes de diversification. Les analyses classiques de la relation entre valeurs immobilières internationales et indices larges des marchés d'actions montrent un coefficient de corrélation entre les performances mensuelles de l'ordre de 0,7. Malgré un recul au fil du temps (coefficient de l'ordre de 0,9 dans les années 1970), ce niveau reste relativement élevé.

Notons toutefois que la convention qui consiste à mesurer cette corrélation mois par mois est pour le moins arbitraire et que cette fréquence ne correspond absolument pas à l'horizon d'investissement de la plupart des investisseurs. A l'instar des actions, l'immobilier doit être considéré comme un investissement de long terme. Le graphique 1 illustre la corrélation mensuelle entre les GPS et d'autres classes d'actifs mais surtout, l'évolution de cette corrélation lorsque la période d'investissement se prolonge au-delà d'un mois, hypothèse tout à fait plausible pour un investisseur envisageant un tel produit.

Compte tenu de la disponibilité des données, cette analyse porte sur le marché américain et les performances en dollars. Les actions américaines sont utilisées ici comme substitut aux actions domestiques, mais la théorie devrait également valoir pour les différents marchés européens.

Graphique 1 : Coefficient de corrélation selon les durées d'investissement



Sources : Schroders, Thomson Datastream. Données de décembre 1989 à juin 2006

Tous les calculs reposent sur les performances en dollars. Corrélation des performances sur des périodes glissantes de un mois, six mois, etc.

Le graphique 1 montre que si l'on compare les performances sur des périodes plus longues (jusqu'à 3 ans), le coefficient de corrélation tombe de 0,7 environ à 0,3, signe d'une faible corrélation sur la période en question. **On peut donc en conclure qu'un portefeuille de valeurs immobilières internationales détenu pendant deux ou trois ans génère une performance sensiblement différente de celle du marché d'actions et constitue donc un outil de diversification efficace.**

# Schroders

## Global Property Securities

La comparaison entre GPS et actions américaines montre un pouvoir de diversification encore plus probant. De 0,5 en base mensuelle, la corrélation devient nulle sur une période d'investissement de 36 mois, ce qui donne un pouvoir de diversification évident. Enfin, nous n'avons pas montré sur ce graphique les coefficients de corrélation entre GPS et rendements obligataires, ceux-ci étant déjà négligeables sur une base mensuelle et s'avérant négatifs sur plus longue période.

Les résultats de cette analyse corroborent notre hypothèse initiale, à savoir que sur le long terme, la performance des valeurs immobilières reflète davantage celle du marché immobilier que celle du marché d'actions. Les investisseurs s'attendent à une faible corrélation entre leurs actifs immobiliers et le reste de leur portefeuille.

A cet égard, il est intéressant de noter que la corrélation entre actions américaines et actions hors Etats-Unis – moyen de diversification pourtant bien reconnu des investisseurs américains – ne diminue pas avec l'allongement de la période d'investissement. Le coefficient est relativement stable, entre 0,55 et 0,65. Le principal enseignement de cette analyse est que, si à très court terme, les valeurs immobilières sont sensibles au sentiment général du marché d'actions, elles constituent sur le moyen terme un outil de diversification plus efficace que les actions internationales.

### La « REITification » des marchés immobiliers : une nouvelle avancée

Nous sommes convaincus depuis longtemps que les méthodes qui analysent le comportement des GPS à la lumière des données passées sont inadéquates compte tenu de la dynamique porteuse qui anime cette classe d'actifs. Cette dernière poursuit en effet son évolution, étant de plus en plus perçue comme un sous-secteur du marché immobilier et non comme une catégorie du marché d'actions. D'ailleurs, depuis 20 ans, la corrélation avec les indices boursiers recule. Les REITs (sociétés d'investissement immobilier cotées), sont le principal moteur de ce changement. Offrant des taux de distribution de leurs résultats élevés et des portefeuilles relativement ciblés, ces sociétés peuvent constituer une alternative à un portefeuille diversifié de biens immobiliers détenus en direct.

Une comparaison entre REITs américains et actions américaines permet d'étayer cet argument : le coefficient de corrélation (base mensuelle) est plus faible (0,3) et tend vers zéro à mesure de l'allongement de la période d'investissement. Ceci nous conforte dans notre opinion selon laquelle le développement des REIT à travers le monde rendra les caractéristiques de performance des GPS encore plus séduisantes.

### Impact positif sur la performance ajustée du risque

Quelles sont les conséquences du point de vue de l'investisseur ? Le graphique 2 montre l'impact positif des GPS sur la performance ajustée du risque d'un portefeuille hypothétique, au cours des 10 dernières années.

Graphique 2 : impact positif des GPS sur la performance ajustée du risque d'un portefeuille

	0% GPS	10% GPS	20% GPS
Performance moyenne	8,8%	9,1%	9,5%
Ecart type	12,5%	11,1%	10,1%
Ratio de Sharpe	0,70	0,82	0,94

Sources : Schroders, Thomson Datastream. Performances annuelles de décembre 1995 à décembre 2005

Toutes les données reposent sur les performances en dollars. Composition du solde du portefeuille : 40% S&P 500, 30% bons du Trésor américain, 30% MSCI World

## Schroders Global Property Securities

Le fait d'allouer une partie du portefeuille aux valeurs immobilières sur la période considérée aurait permis d'améliorer la performance moyenne tout en réduisant l'écart type, signe d'une allocation d'actifs plus efficace.

### La performance des GPS est-elle comparable à celle de l'immobilier direct ?

L'analyse ci-dessus montre l'intérêt des valeurs immobilières à des fins de diversification. Au-delà de cet aspect crucial, on peut toutefois se demander si la performance de ces valeurs est comparable à celle d'un investissement immobilier direct, ou « physique ». En bref, les GPS peuvent-elles être considérées comme un véritable placement immobilier ?

Compte tenu des différents critères de valorisation pour ces deux types d'actifs, la comparaison n'est pas aussi simple. Qui plus est, le manque de données complique l'exercice. S'il existe un indice pour la quasi-totalité des marchés d'actions ou d'obligations, la situation est différente pour le marché immobilier qui n'est ni réglementé ni centralisé, et sur lequel toutes les transactions se négocient de gré à gré.

C'est au Royaume-Uni que l'on trouve la série d'indices immobiliers la plus complète, compilée par IPD (Investment Property Databank). L'indice mensuel IPD couvre 44 milliards de livres d'actifs immobiliers de qualité *investment grade* détenus via des organismes de placement collectif en immobilier, lesquels sont valorisés chaque mois. Si la valeur de ces indices reflète la valeur estimée des biens immobiliers et non leur valeur réalisée, rappelons que le marché immobilier britannique est relativement liquide et que ses experts en valorisation jouissent d'une excellente réputation. Le véritable problème se pose pour les autres pays, Etats-Unis compris, les marchés immobiliers y étant nettement moins transparents. IPD a commencé à construire des indices pour certains marchés européens et asiatiques, mais cette initiative est très récente et le recul encore insuffisant.

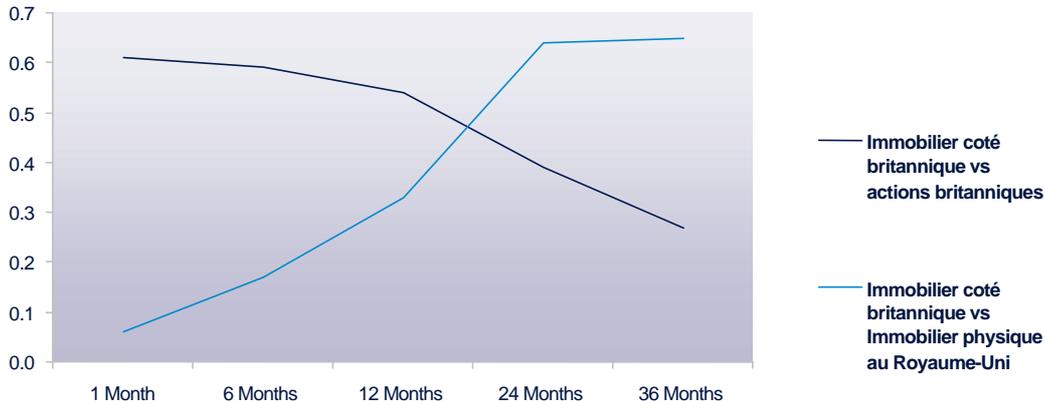
Par ailleurs, il convient de noter que ces indices ne sont pas représentatifs de l'ensemble des investissements immobiliers et tendent à ignorer les activités des « Property Opportunity Funds » et des « property entrepreneurs », qui génèrent fréquemment d'excellentes performances. L'immobilier n'est pas un marché efficient et, si les performances normalisées sont généralement stables, les investisseurs qui exploitent les anomalies de prix peuvent obtenir des rendements nettement supérieurs (ou nettement inférieurs s'ils se trompent).

En nous appuyant sur les données disponibles pour le marché britannique, nous avons répété l'exercice décrit plus haut et évalué la corrélation entre les valeurs immobilières britanniques et l'indice mensuel IPD sur différentes périodes d'investissement. Si l'on considère les données mensuelles, on constate une absence de corrélation (coefficient de 0,06) entre la performance des valeurs immobilières et celle de l'immobilier direct, alors que ce coefficient ressort à 0,61 avec l'indice large du marché d'actions.

Si l'on allonge la période d'investissement jusqu'à deux ans et au-delà, on observe de nouveau une situation radicalement différente, illustrée par le graphique 3. Sur trois ans, la corrélation entre la performance des valeurs immobilières britanniques et l'indice mensuel IPD grimpe à 0,65, signe d'une corrélation relativement forte. A l'inverse, l'influence du marché d'actions est sensiblement atténuée, le coefficient de corrélation entre valeurs immobilières et marché d'actions britannique ressortant à 0,27 seulement. Ceci conforte notre point de vue selon lequel sur le long terme, la performance des valeurs immobilières est déterminée par le marché immobilier sous-jacent.

## Schroders Global Property Securities

Graphique 3 : Corrélation de la performance du marché immobilier britannique sur différentes périodes d'investissement



Sources : FTSE, IPD. Valeurs de l'indice de 1990 to 2005.

Bien que cette analyse porte sur le marché britannique, pour lequel les données sont les plus complètes, nous sommes persuadés qu'elle est également valable pour la plupart des autres marchés. Plusieurs études réalisées aux Etats-Unis viennent d'ailleurs corroborer ce point de vue. Quoi qu'il en soit, nous nous attendons à des performances divergentes entre GPS et marché immobilier direct, et ce pour deux raisons essentielles.

Tout d'abord, le terme « GPS » recouvre des réalités très différentes. Ces valeurs sont généralement émises par des investisseurs immobiliers plus entreprenants et plus opportunistes, qui souhaitent employer leurs ressources pour générer des rendements plus élevés, que ce soit par le biais d'une exposition à la promotion immobilière ou d'une gestion active de leur portefeuille immobilier dans le but de recycler leurs capitaux. Ces activités s'ajoutent aux revenus locatifs, l'immobilier locatif constituant généralement l'essentiel de leur portefeuille immobilier. De son côté, l'indice de l'immobilier direct comprend certes différents types de biens immobiliers mais quasiment aucune exposition à la promotion immobilière. Dans ces conditions, il est logique que les performances divergent.

La deuxième raison pour laquelle les GPS ne sont pas un parfait substitut à l'immobilier direct tient au fait que la plupart des sociétés immobilières se financent en partie par dette. Pour les sociétés qui ne bénéficient pas du statut de REIT, il s'agit en effet d'un moyen d'alléger la fiscalité, les intérêts étant déductibles. Par conséquent, contrairement aux rendements de l'immobilier direct, les performances des GPS tiennent compte de l'impact de la dette. Certains travaux universitaires ont d'ailleurs mis en lumière une augmentation des coefficients de corrélation une fois l'impact de l'endettement neutralisé. Lorsque le rendement du portefeuille immobilier est supérieur au coût de financement, le recours à l'endettement permet d'augmenter le retour sur fonds propre de l'investisseur. Cette stratégie peut cependant s'avérer coûteuse si le rendement du portefeuille devient inférieur aux taux d'intérêt. C'est la raison pour laquelle les sociétés immobilières vendent généralement les actifs dont elles estiment le rendement insuffisant au regard du coût du capital.

Si ces différentes activités immobilières peuvent être perçues comme plus risquées, nous pensons que les sociétés immobilières sont gérées de manière bien plus rigoureuses qu'auparavant, ce qui profite largement à leur profil risque/rendement. Ceci montre cependant que ces valeurs doivent faire l'objet d'une recherche parfaitement rigoureuse, tenant compte notamment des compétences de l'équipe dirigeante. Précisément, cette recherche constitue la pierre angulaire du processus d'investissement de

## Schroders Global Property Securities

Schroders et de son partenaire dans le fonds Schroder ISF Global Property Securities, la société European Investors.

**Du point de vue de l'investisseur, le point essentiel est que les GPS semblent posséder les caractéristiques clés que l'on attend généralement d'un investissement immobilier. Pour l'investisseur de long terme, elles permettent de diversifier efficacement un portefeuille d'actions ou d'obligations, tout en offrant des performances comparables à celles du marché immobilier physique sous-jacent.**

Nous insistons sur le fait que nous attendons des REITs une performance plus stable, compte tenu de l'obligation qui leur est faite de distribuer la quasi-totalité de leurs bénéfices, et de leurs activités plus classiques. Il s'agit bien évidemment d'un point positif. De leur côté, les sociétés immobilières gérées activement peuvent offrir des performances particulièrement attractives. C'est pourquoi nous recommandons de panacher ces deux types d'approche et de choisir un gérant actif, capable d'identifier les valeurs et les marchés les plus prometteurs tout en répondant à l'objectif de diversification.

### **Excellentes perspectives pour les valeurs immobilières internationales**

En dépit de leur solide parcours ces dernières années, les valeurs immobilières cotées conservent un excellent potentiel, soutenues par la qualité de leurs fondamentaux. Jusqu'à présent, ces valeurs ont essentiellement bénéficié de la revalorisation du secteur immobilier en tant que classe d'actifs et de leur popularité croissante auprès des investisseurs comme moyen d'accès au marché immobilier. A l'heure actuelle, de nombreux marchés se trouvent dans un cycle pluriannuel d'amélioration des fondamentaux – à savoir hausse des loyers et de la demande locative – deux conditions indispensables pour une bonne performance.

Nous portons un regard positif sur de nombreux marchés immobiliers, certains justifiant cependant une approche plus prudente. Ces perspectives divergentes doivent inciter les investisseurs à élargir leur horizon géographique et à diversifier leur exposition. Ceci est aujourd'hui facilité par l'émergence de véhicules d'investissement indirect, tels que les GPS.

Notre confiance à l'égard de cette classe d'actifs s'appuie sur les éléments suivants :

- La reprise économique en Europe continentale devrait s'accompagner sur certains marchés européens d'une forte revalorisation des loyers,
- La croissance économique en Asie suscite une forte demande pour les actifs immobiliers,
- Les réformes structurelles et des lois d'urbanisation restrictives se traduisent pour certains biens immobiliers par une demande excédentaire. C'est notamment le cas de l'immobilier commercial situé en périphérie des villes dans certaines régions du Sud de l'Europe.
- Sur de nombreux marchés, les opérations d'arbitrage entre rendements immobiliers et taux d'intérêt se poursuivent.

Ainsi, malgré les performances élevées déjà enregistrées dans de nombreux pays, nous restons optimistes à l'égard des perspectives globales du marché immobilier, du fait essentiellement de l'amélioration des fondamentaux du marché locatif. Dans l'immobilier de bureau et l'immobilier industriel, les loyers continuent ainsi d'augmenter. Autre facteur important, sur la plupart des marchés, la demande croît plus vite que l'offre, ce qui laisse présager de nouvelles hausses des loyers. Dans l'immobilier commercial, la hausse des loyers – impressionnante ces dernières années – commence à ralentir mais demeure solide.

# Schroders Global Property Securities

Le fait que les GPS s'inscrivent dans un cadre plus opportuniste, relativement proche de celui du capital-investissement, constitue à nos yeux un atout, avec la promesse de performances supérieures dans un marché immobilier stagnant. Ces véhicules sont à même de profiter de l'amélioration des fondamentaux et de la hausse des loyers pour augmenter les revenus tirés de leurs portefeuilles, par le jeu du renouvellement des baux et leurs activités de promotion. Autre avantage, les GPS permettent de se positionner sur certains des actifs immobiliers les plus convoités au niveau mondial, que les sociétés immobilières peuvent se permettre d'acquérir compte tenu de leurs ressources mais qui ne sont pas accessibles à l'ensemble des investisseurs même institutionnels. Enfin, le développement continu des REITs constitue un facteur de soutien supplémentaire.

## Conclusion

Nous avons mis en avant les arguments en faveur de l'immobilier coté international (GPS), que ce soit en tant que composante stratégique d'un portefeuille d'investissement ou en tant qu'opportunité d'investissement prometteuse compte tenu de perspectives globalement solides.

Source de diversification, les GPS peuvent répondre aux exigences des investisseurs en matière d'allocation stratégique des actifs. Une gestion active des GPS permet une exposition à la classe d'actifs mais également la possibilité d'investir sur des segments plus lucratifs du marché immobilier.

Comme tout investissement immobilier, les GPS doivent être considérés dans une perspective de long terme. Dans ces conditions, l'investisseur peut s'attendre à des performances comparables à celle du marché immobilier et à une diversification probante.

---

## Information importante :

Ce document présente l'opinion de **Andrew Cox**, product manager au sein de l'équipe Global Property Securities, et ne représente pas nécessairement l'opinion de Schroder Investment Management Limited.

**Réservé aux investisseurs et aux conseillers financiers professionnels. Ce document n'est pas destiné aux particuliers.**

Ce document n'est destiné qu'à des fins d'information et ne constitue nullement une publication à caractère promotionnel. Il ne constitue pas une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'un instrument financier quelconque. Il n'y a pas lieu de considérer le présent document comme contenant des recommandations en matière comptable, juridique ou fiscale, ou d'investissements. Schroder Investment Management Limited (Schroders) considère que les informations contenues dans ce document sont fiables, mais n'en garantit ni l'exhaustivité ni l'exactitude. Nous déclinons toute responsabilité pour toute opinion erronée ou pour toute appréciation erronée des faits. Cela ne limite en aucune manière la responsabilité de Schroders à l'égard de ses clients en vertu du Financial Services and Markets Act 2000 (tel qu'éventuellement modifié) ou de toute autre système réglementaire. Ce document exprime les avis et opinions de Schroders, et ceux-ci sont susceptibles de changer. Aucun investissement et/ou aucune décision d'ordre stratégique ne doit se fonder sur les opinions et les informations contenues dans ce document.

Publié par Schroder Investments Limited, 31 Gresham Street, London EC2V 7QA, société agréée et contrôlée par la Financial Services Authority.

**Pour votre sécurité, les communications peuvent être enregistrées et surveillées.**