

40 ans de performances comparées

Pierre Schoeffler

Senior Advisor
IEIF

Frédéric Cezard

Associé
HEXAGONE FINANCE

Béatrice Guedj

Directrice de la recherche
IEIF

Laurence Tortosa

Associée gérante
HEXAGONE CONSEIL

Réunion du 1^{er} juin 2017

Performances des placements sur longue période

Les tendances lourdes du monde de demain
confrontées à celles du monde d'hier

Performances des placements sur longue période

Placements monétaires

- ✓ Livret A
- ✓ SICAV monétaires
- ✓ Assurance vie fonds en euros AFA

Obligations

- ✓ SICAV obligataires

Placements immobiliers

- ✓ Logement Paris et France entière Notaires INSEE
 - en supplément Logements Lyon et Logements Marseille
- ✓ Immobilier d'entreprise en direct: Bureaux France MSCI IPD
- ✓ Immobilier d'entreprise intermédié : SCPI IEIF et Foncières cotées IEIF
 - en supplément SCPI Bureaux, SCPI Commerces, Foncières Bureaux et Foncières Commerces

Actions

- ✓ CAC All Tradable

Or



- ❑ **Le point de vue du placement immobilier est privilégié**
 - ✓ **Taux de rentabilité interne (TRI) sur des durées de 5 à 40 ans avec prise en compte des frais de souscription**

- ❑ **Le cadre utilisé dans l'univers des placements financiers est aussi pris en compte même s'il est moins réaliste du point de vue immobilier**
 - ✓ **Couple performances moyennes annuelles avec revenus réinvestis (performances totales) sans prise en compte des frais de souscription/ risque par la volatilité**
 - ✓ **Corrélation des performances**

Les événements majeurs d'explication des performances : la succession de crises sur les marchés

- ❑ **Choc Volcker de 1980 sur les taux d'intérêt pour mettre fin à l'inflation**
 - ✓ Début de la désinflation dans les pays développés

- ❑ **Bulle et crise immobilière du début des années 1990**
 - ✓ Combinaison d'un endettement immobilier excessif aux USA (faillite des Saving&Loans) et d'erreurs de politique économique (sortie de l'encadrement du crédit et du contrôle des changes)
 - ✓ Sauvetage des banques par la mise en place de structures de défaillance

- ❑ **Bulle et crise Internet sur les actions du début des années 2000**

- ❑ **Crise financière globale de 2008**
 - ✓ Combinaison d'un endettement immobilier excessif aux USA (subprime) et de la rigidité de la construction de l'euro
 - ✓ Mise en place progressive de la politique monétaire ultra-accommodante par la BCE

Les événements majeurs d'explication des performances : les grands événements politiques

- ❑ **Accords de la Jamaïque de 1976 qui entérine le flottement généralisé des monnaies**
 - ✓ Début de la globalisation et du décloisonnement des marchés de capitaux, les politiques monétaires puis budgétaires deviennent de plus en plus imbriquées
- ❑ **Politique du « franc fort » de 1983**
 - ✓ Ancrage du franc au mark, la baisse des taux d'intérêt se propage à la France
- ❑ **Signature de l'Acte Unique Européen en 1986 et du traité de Maastricht sur la fondation de l'Union Européenne en 1992**
 - ✓ Simultanément le système monétaire européen craque en 1993
- ❑ **Chute du mur de Berlin en 1989**
 - ✓ Fin de la guerre froide, décollage des pays émergents et de la Chine en particulier, début de la mondialisation des échanges commerciaux
 - ✓ Les pays asiatiques émergents connaissent une crise de liquidité dollar en 1997 qui déclenchera les premières étapes de la politique monétaire accommodante de la Fed
- ❑ **Création de la zone euro en 1999**
 - ✓ La monnaie unique repose sur une politique monétaire commune mais pas sur une politique budgétaire intégrée

Les événements majeurs d'explication des performances : synthèse des facteurs

Indexation en baisse

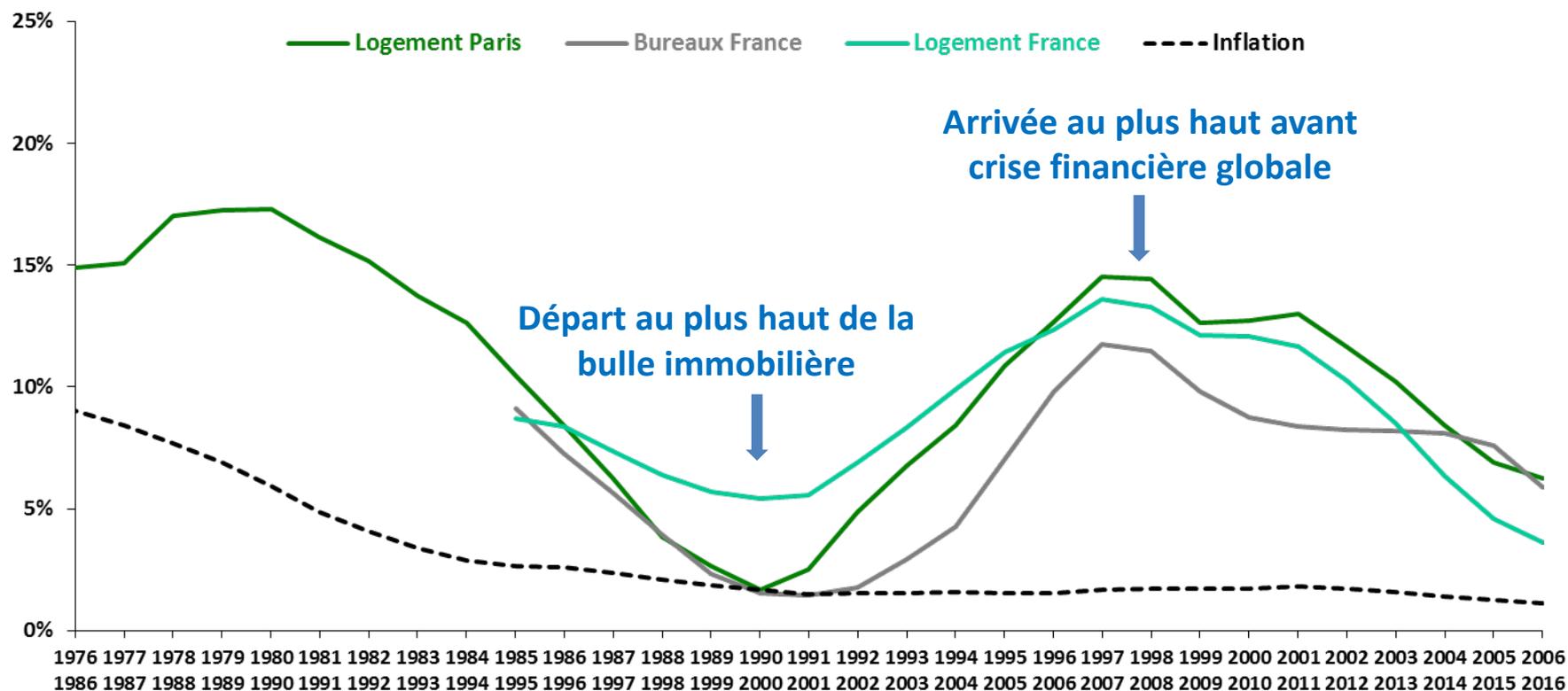
- ❑ Mouvement généralisé de désinflation initiée en 1980 aux USA et amplifié par la montée des pays émergents à partir de 1989
- ❑ Ralentissement chronique de la croissance économique dans les pays développés à partir des chocs pétroliers, enrayée momentanément par la mondialisation

Facteur d'actualisation en baisse

- ❑ Baisse généralisée des taux d'intérêt amplifiée à partir de 1997 par des politiques monétaires de plus en plus accommodantes tentant de contrer la tendance au ralentissement de la vitesse de circulation de la monnaie
- ❑ Des crises financières décennales, une fois sur deux d'origine immobilière

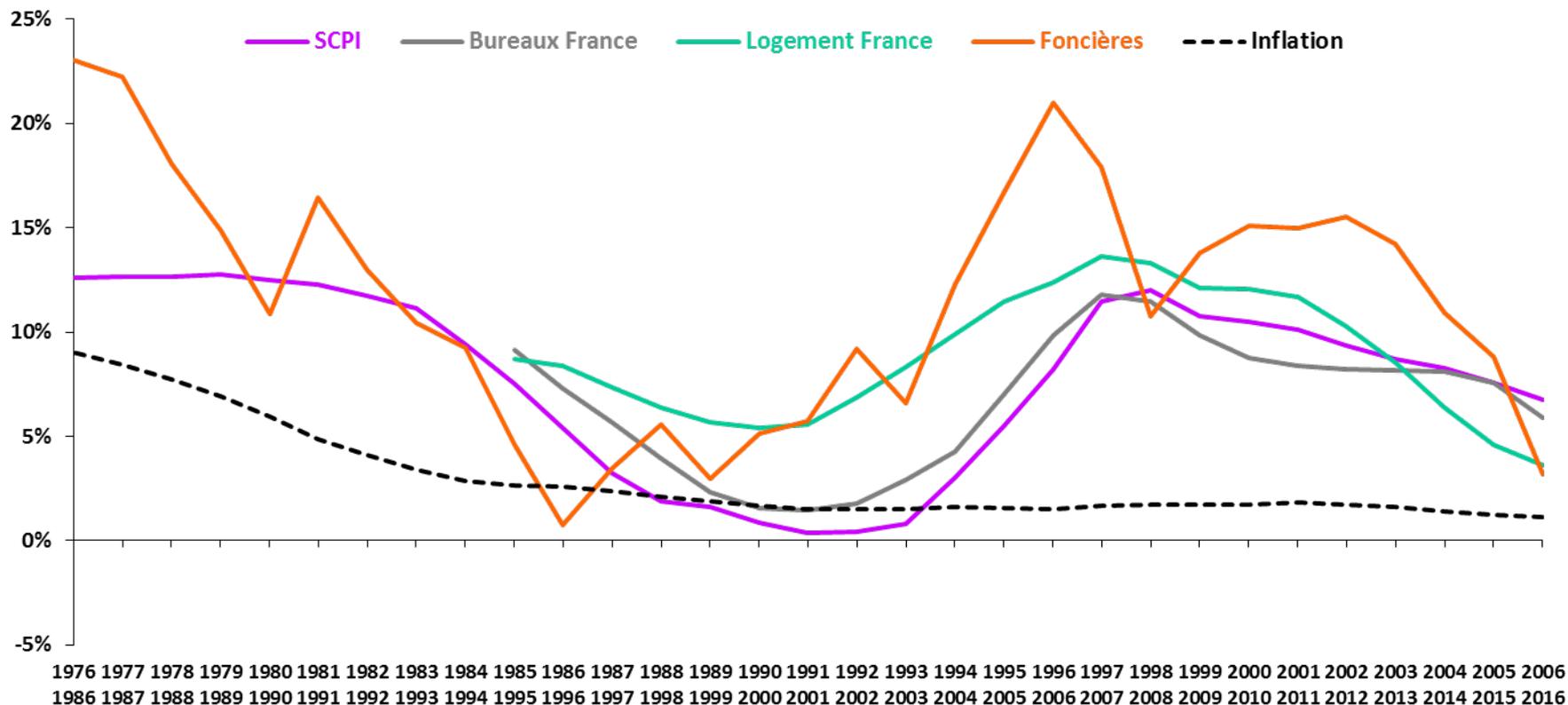
A partir de 1980, la performance est portée à la fois par le rendement courant généré par des taux d'intérêt réels positifs et par la composante du rendement en capital liée à la compression des taux d'intérêt, en revanche la composante liée à la croissance des revenus est bridée

TRI horizon 10 ans : Immobilier direct



TRI systématiquement supérieur à l'inflation
Les logements surperforment les bureaux et les logements à Paris surperforment les logements France à partir de 1995

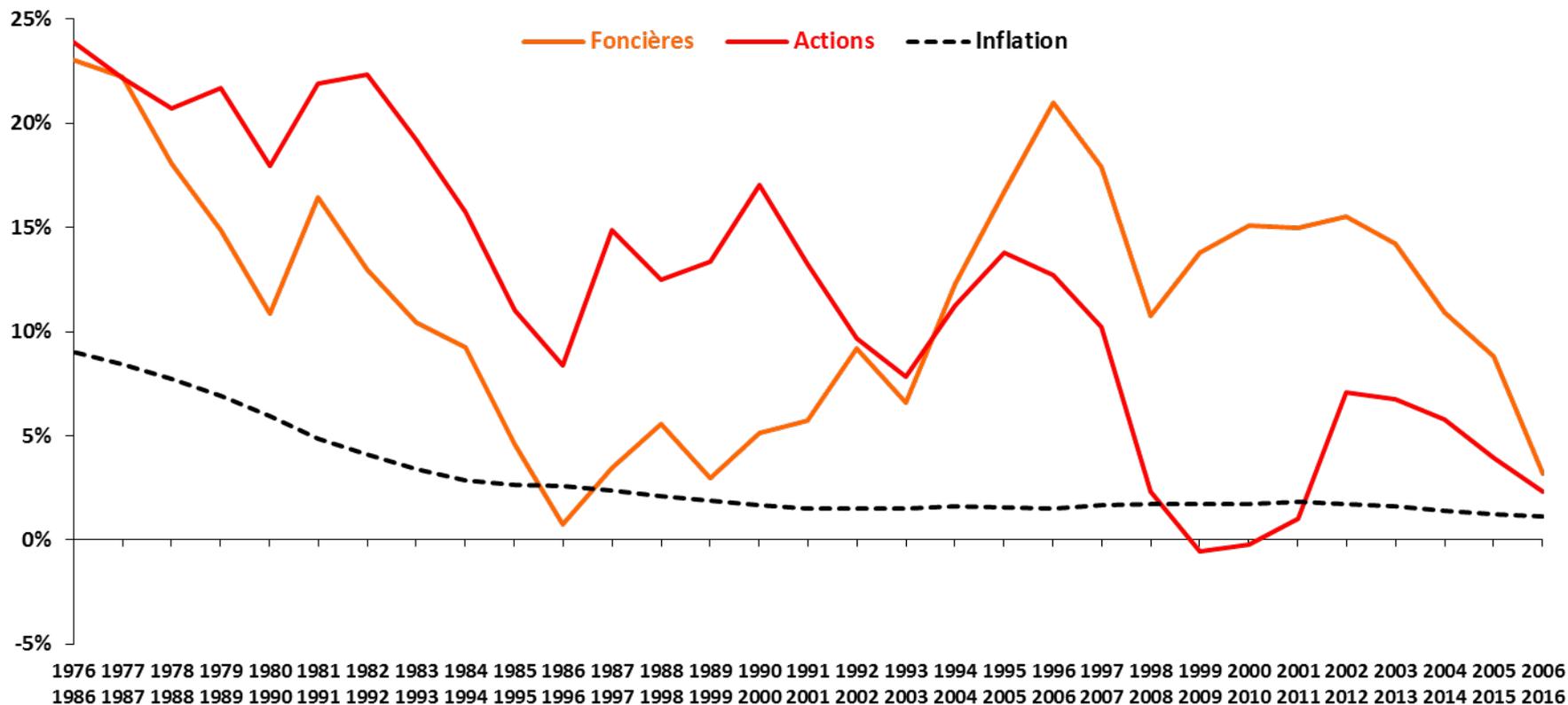
TRI horizon 10 ans : Immobilier direct et intermédié



Le cycle des SCPI reproduit le cycle des bureaux

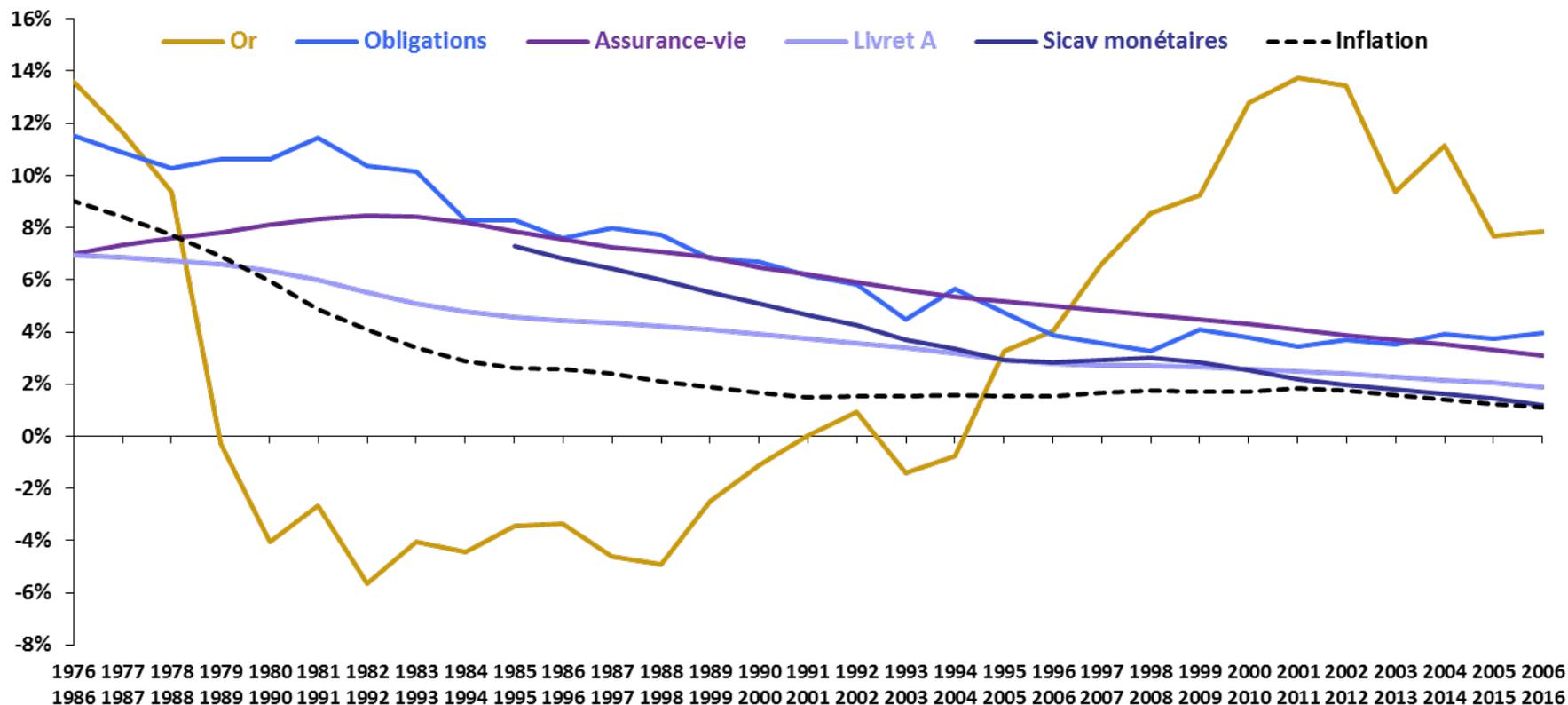
Le cycle des foncières reproduit le cycle des bureaux avec anticipation et effet de levier

TRI horizon 10 ans : Placements boursiers

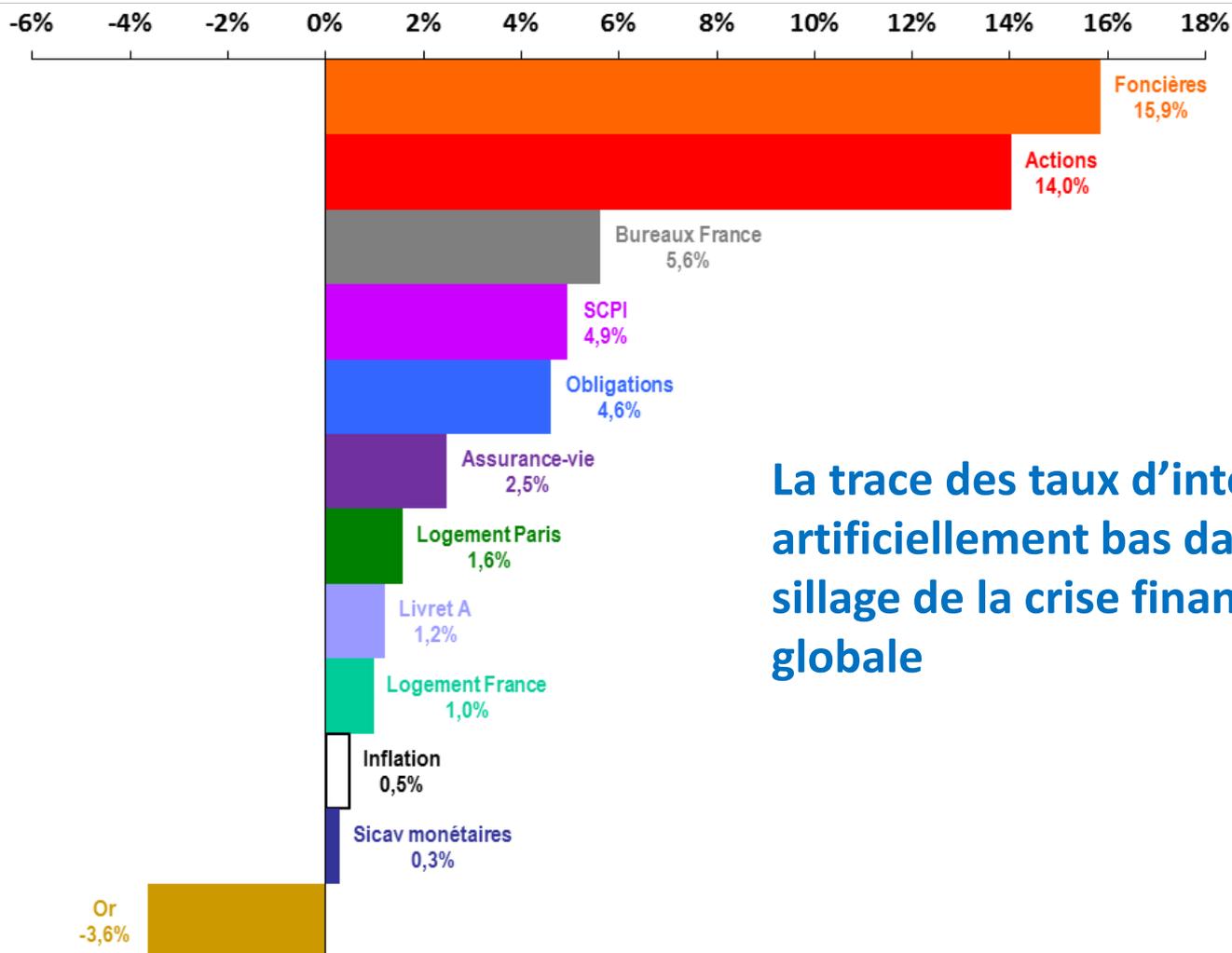


Les foncières surperforment les actions depuis 1994 alors que leur effet d'indexation est plus faible

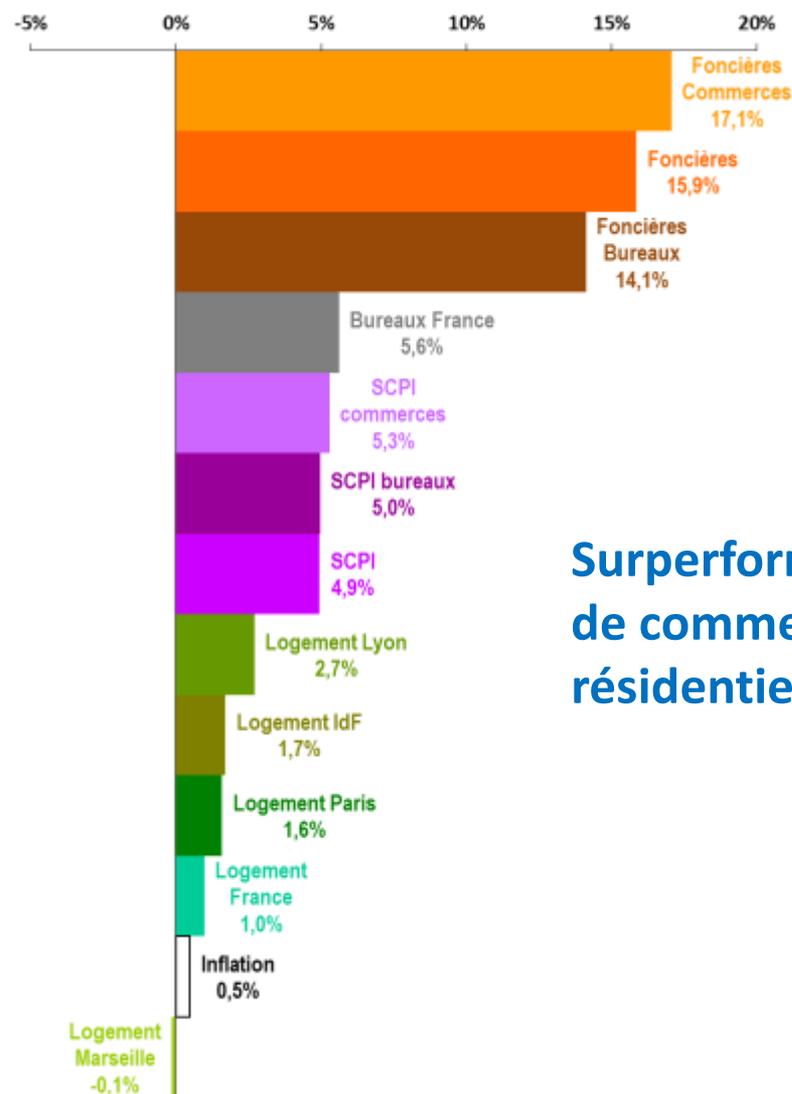
TRI horizon 10 ans : Placements monétaires, obligations et or



La lente érosion des taux d'intérêt
Rebond de l'or en fin de période

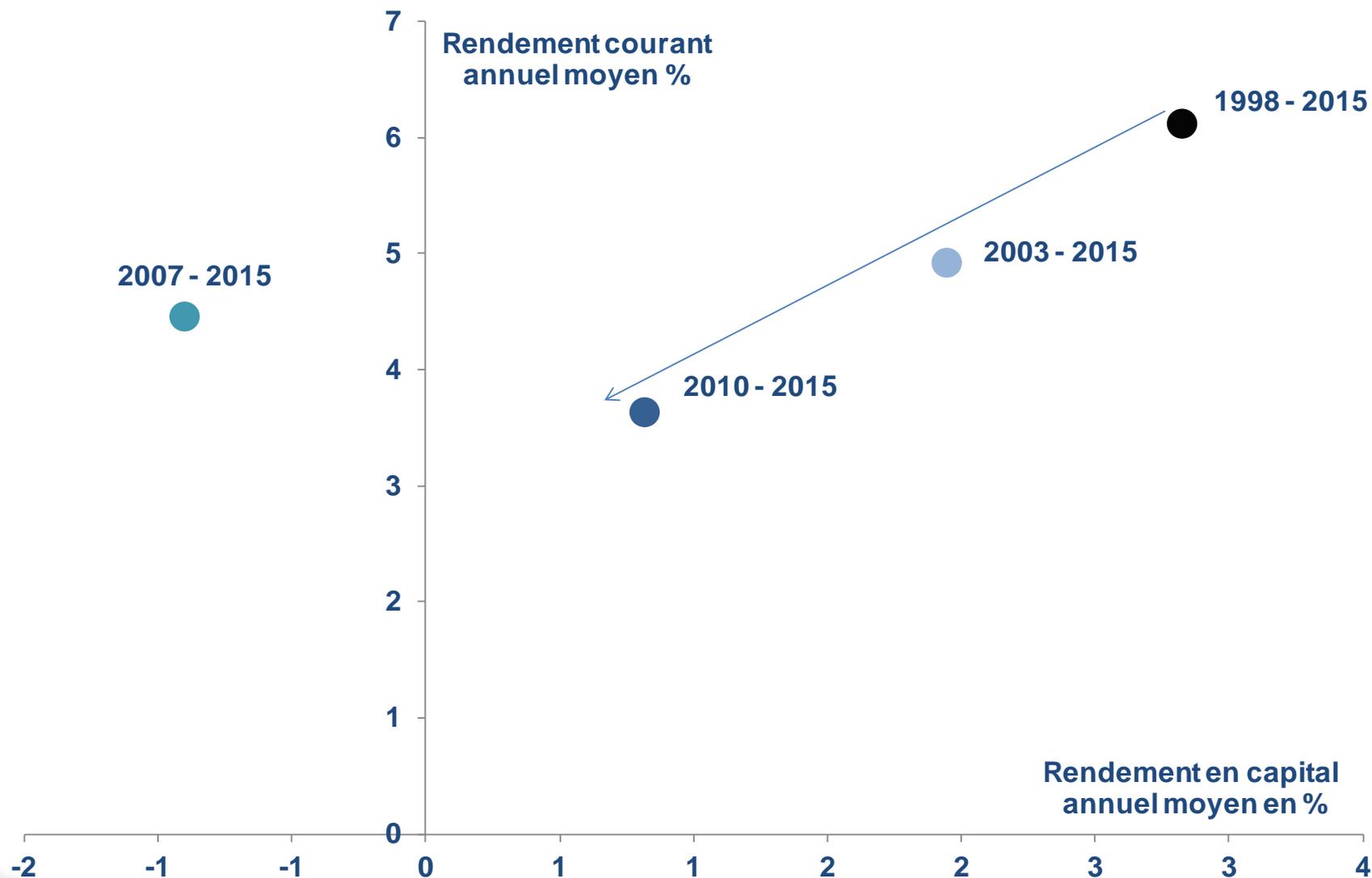


La trace des taux d'intérêt artificiellement bas dans le sillage de la crise financière globale

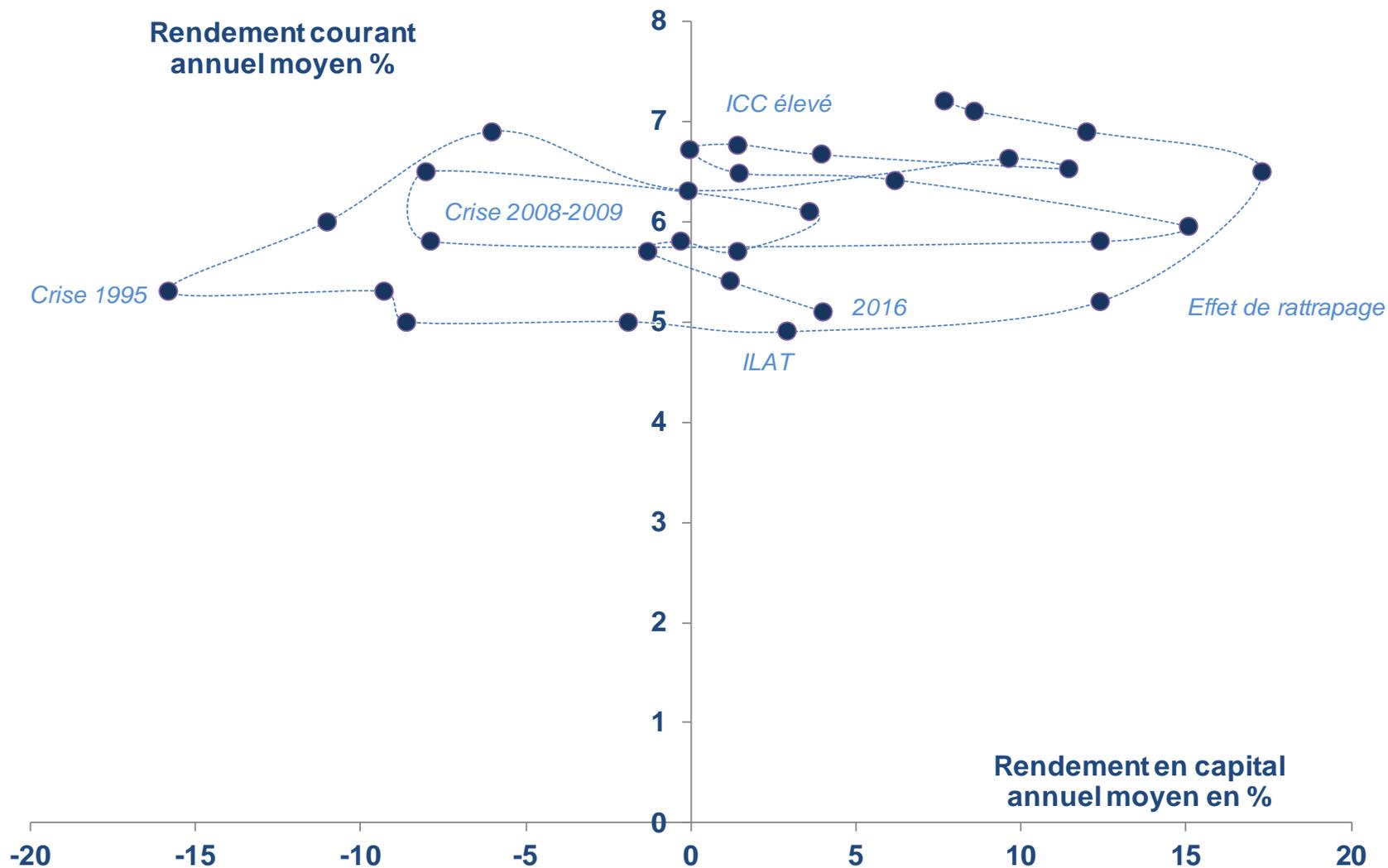


Surperformance de l'immobilier de commerce et de l'immobilier résidentiel en métropoles

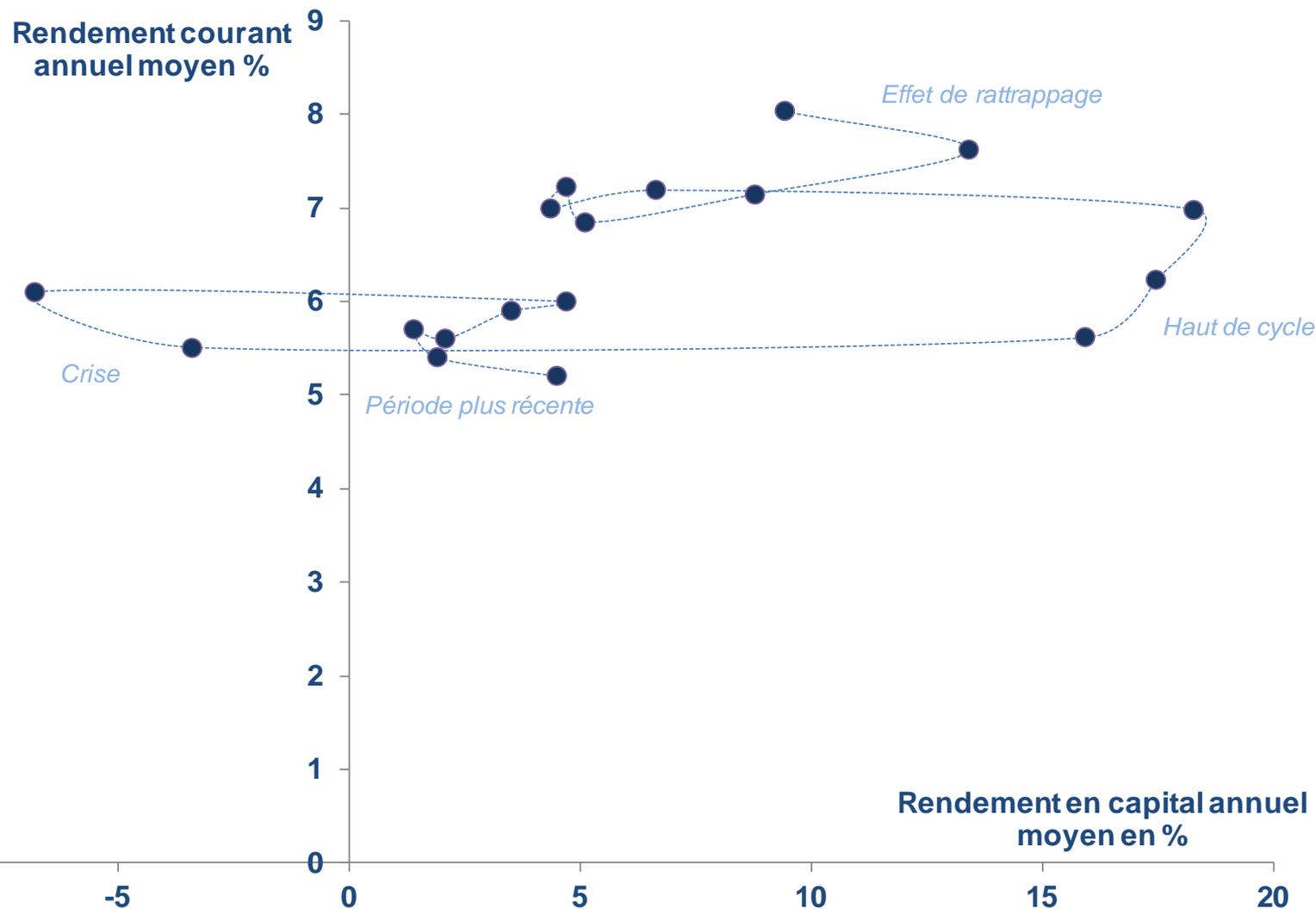
Bureaux : érosion des rendements et marchés à deux vitesses



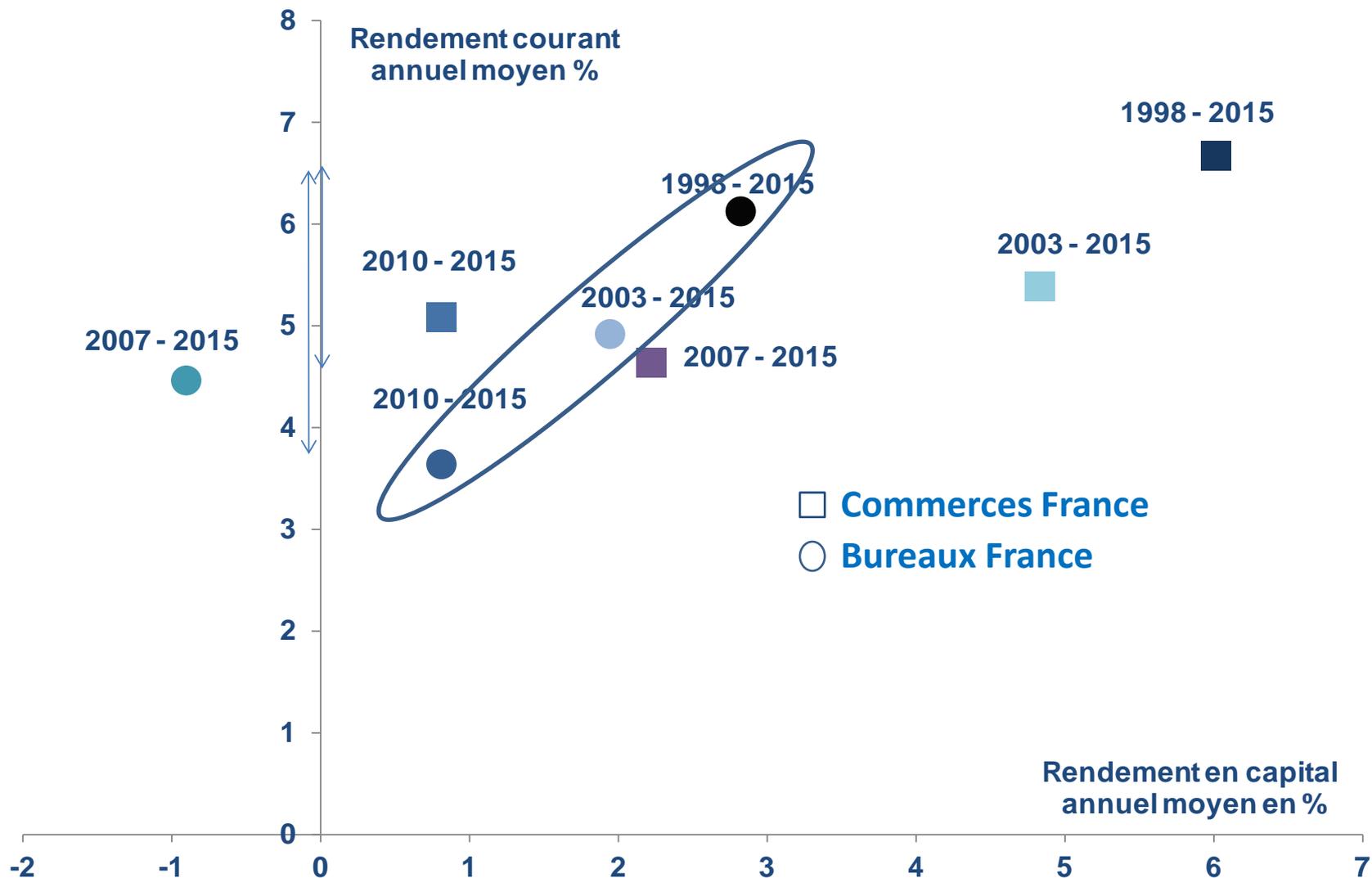
L'ICC ou l'effet EPO... en bureaux



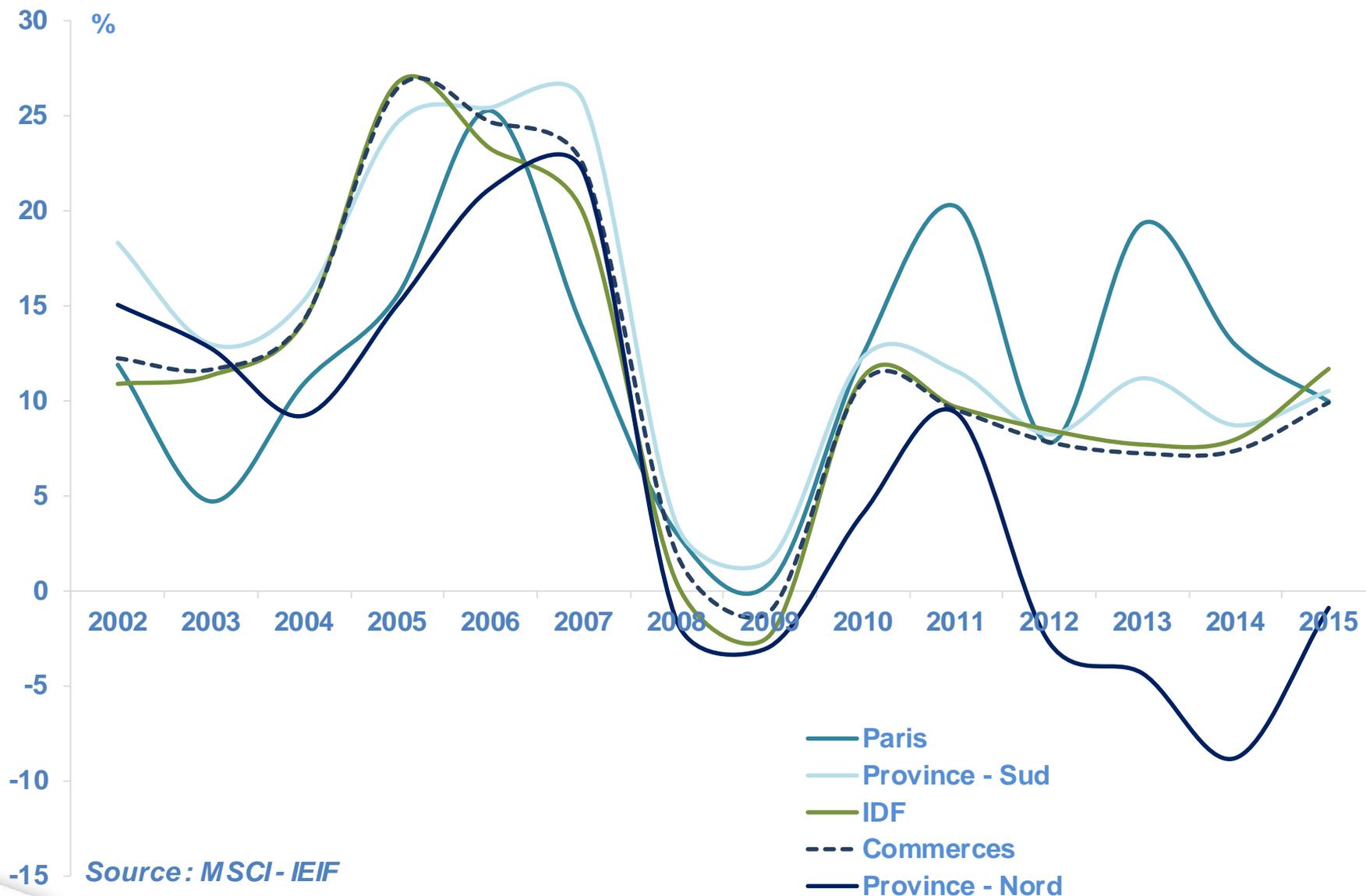
L'ICC ou l'effet EPO... en commerces



Quid de l'élasticité future – Alpha versus Beta



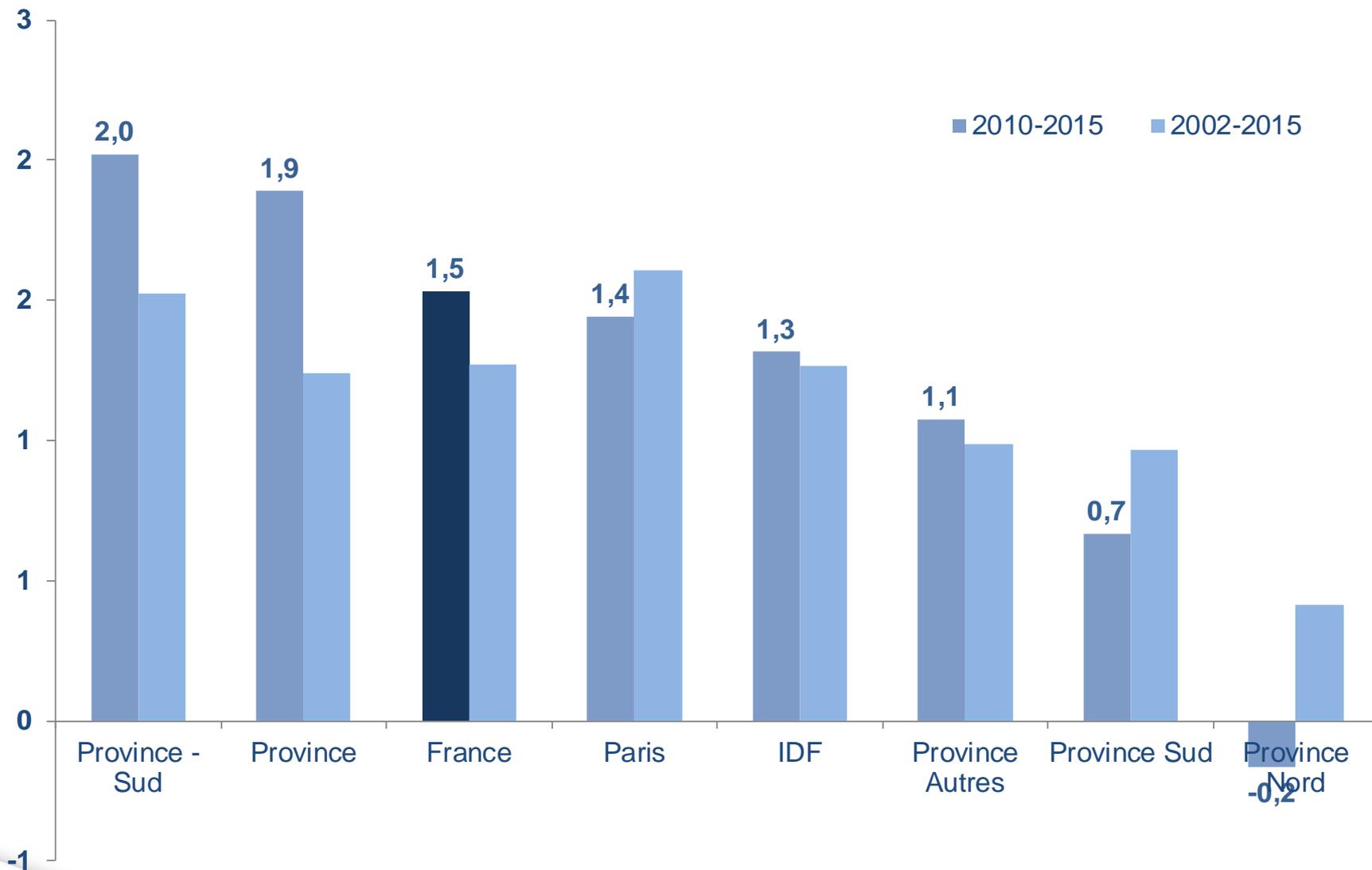
Profils de rendements dans les villes – les divergences

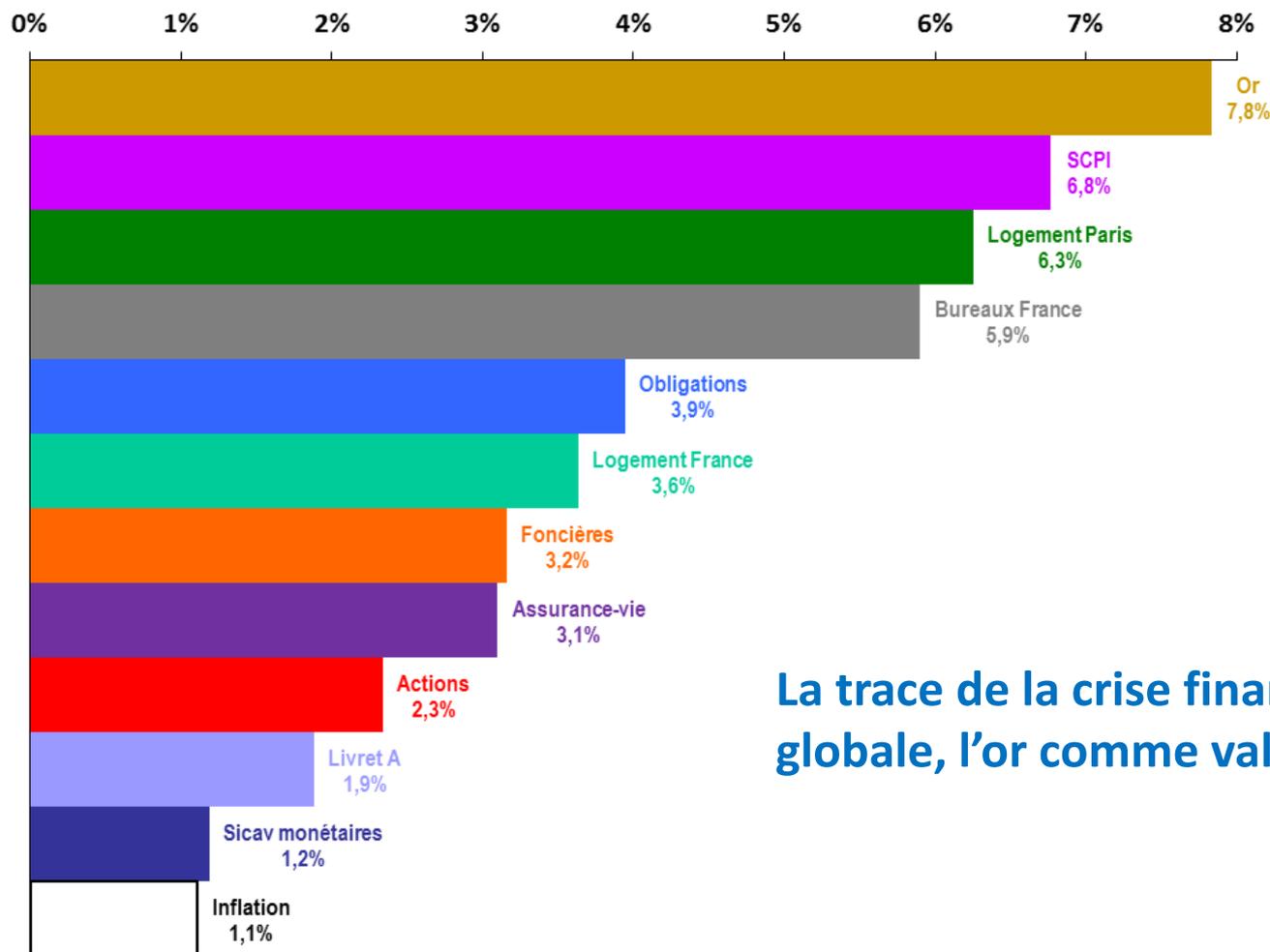


Source : MSCI - IEIF

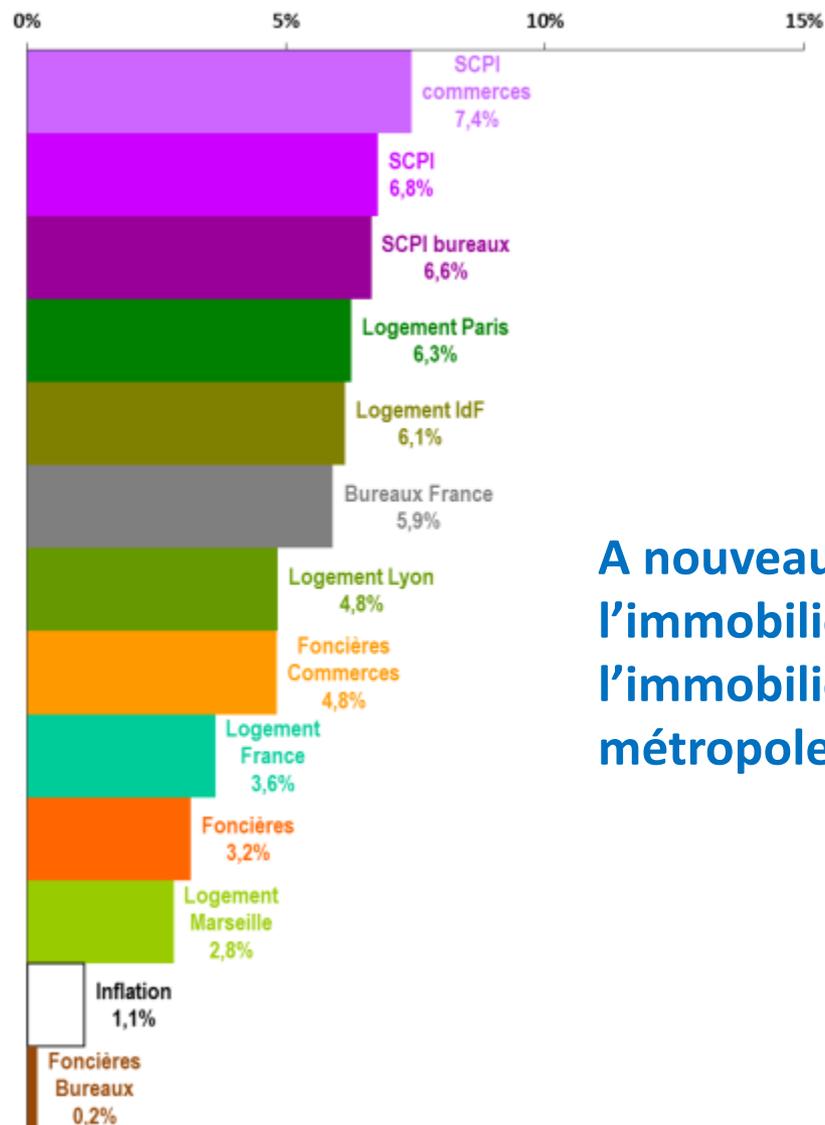


De grandes disparités dans les couples rendements-risques



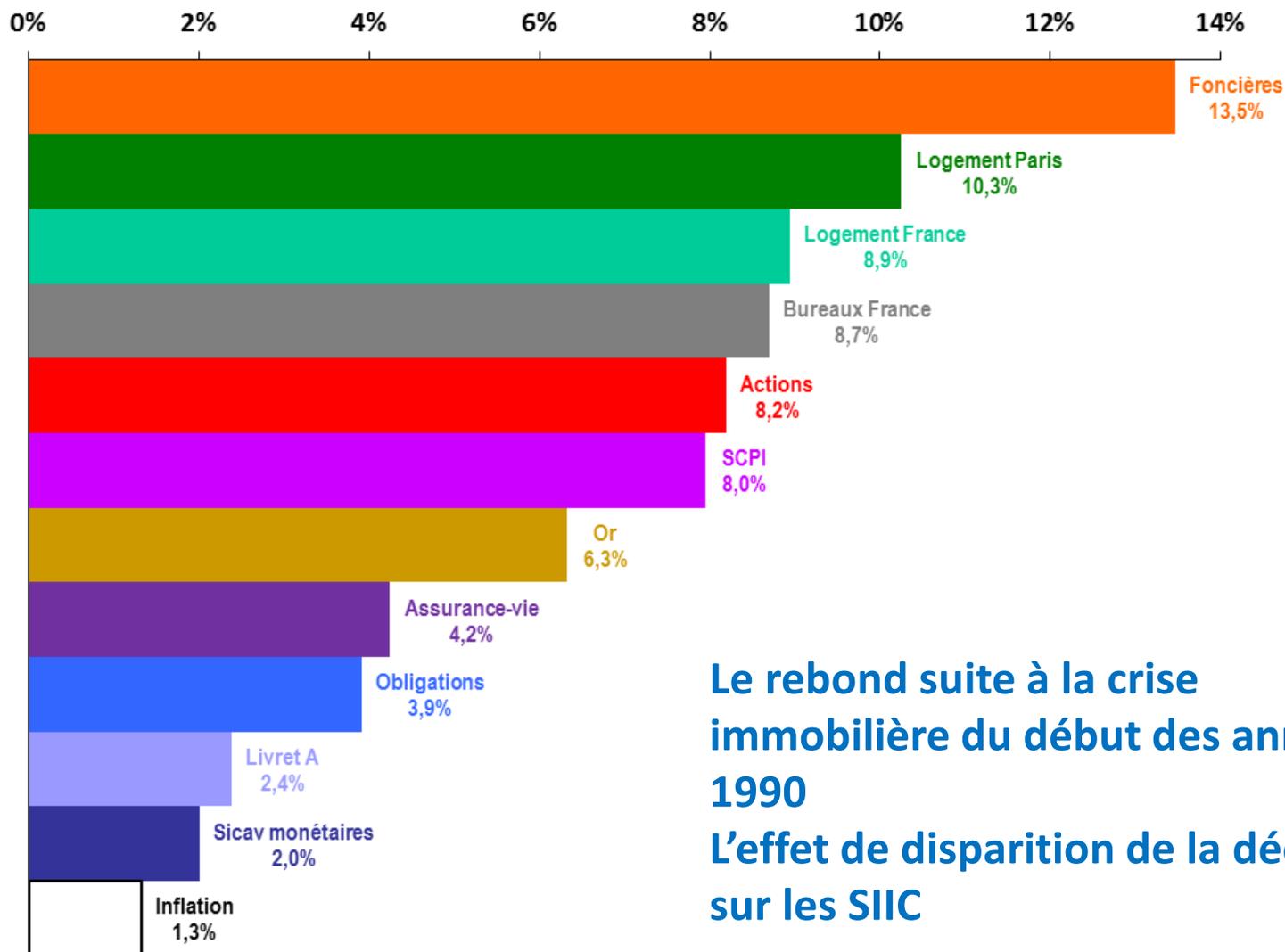


La trace de la crise financière globale, l'or comme valeur refuge

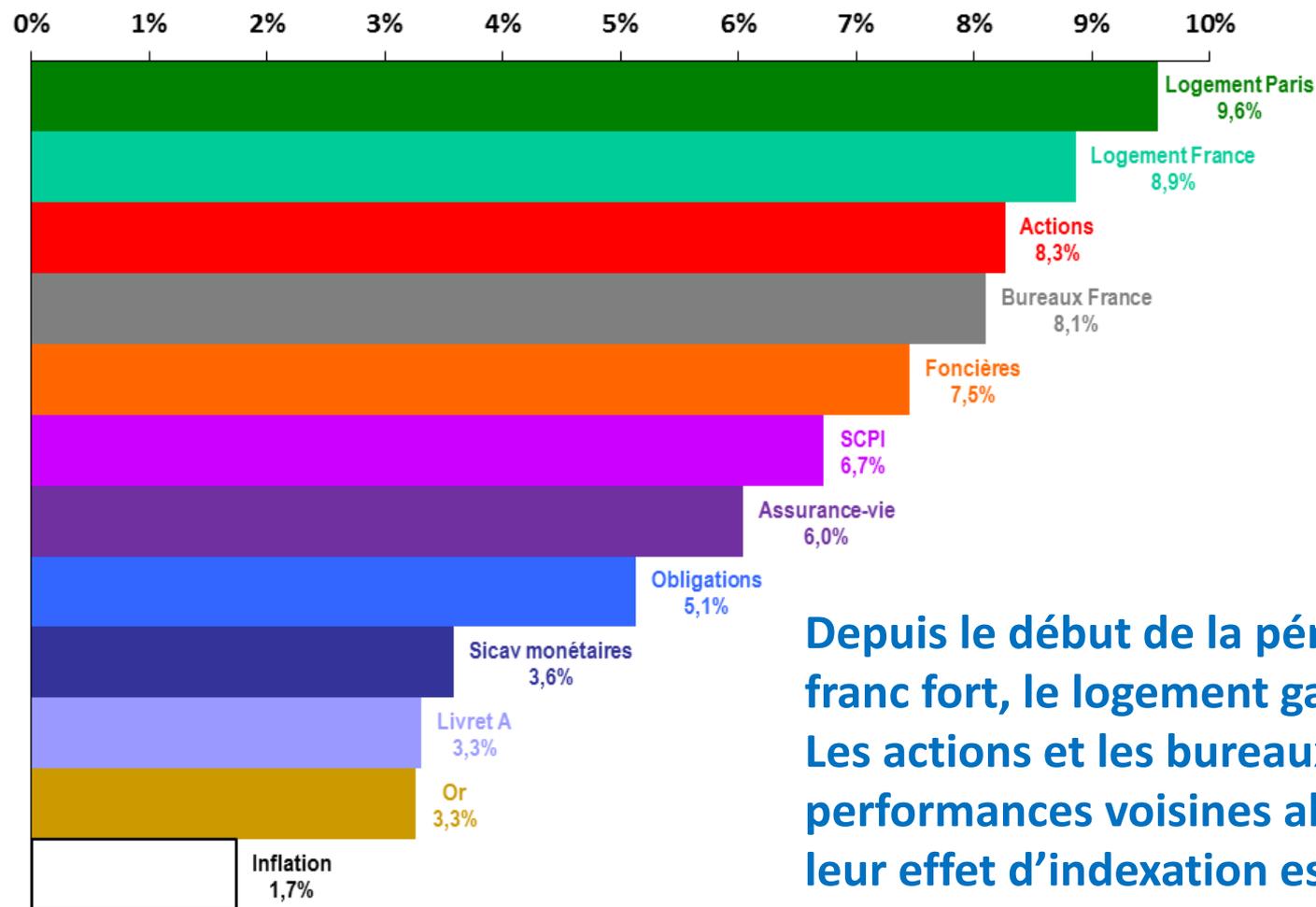


A nouveau surperformance de l'immobilier de commerce et de l'immobilier résidentiel en métropoles

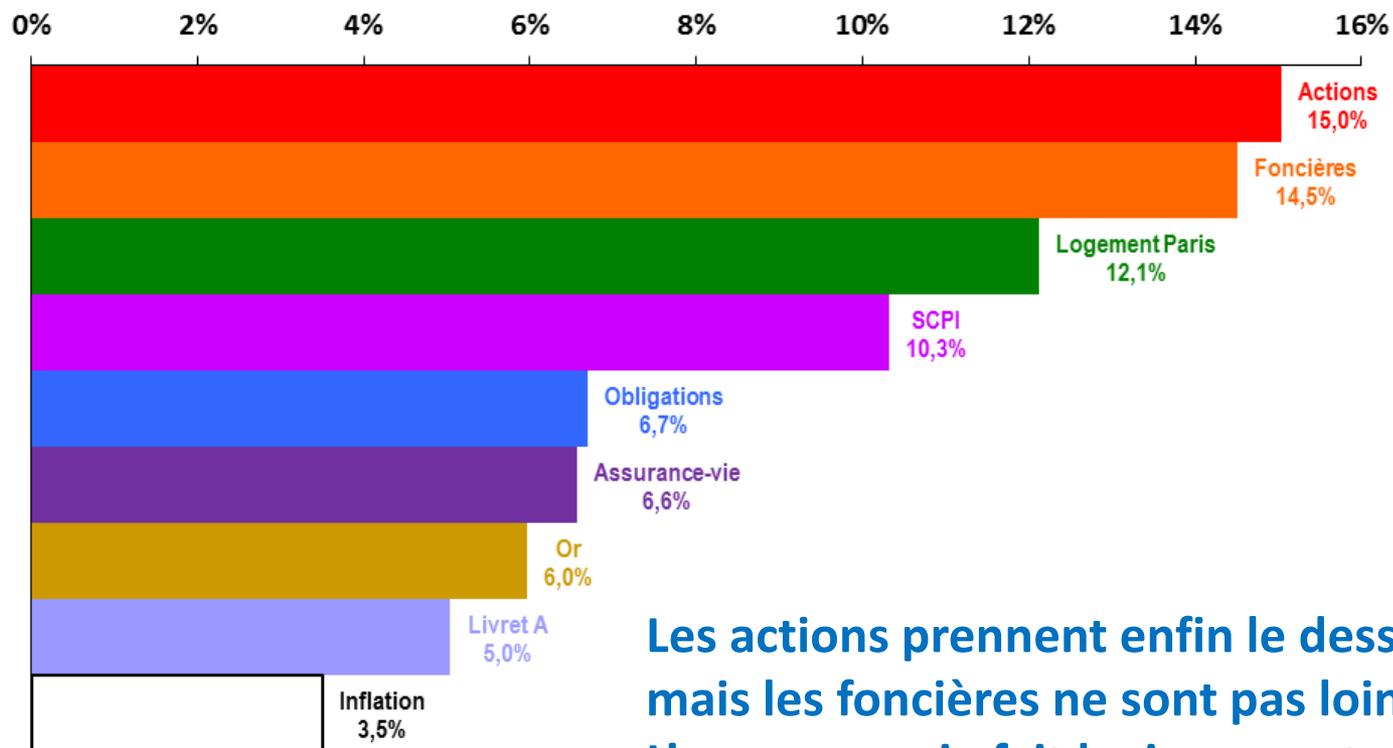
TRI 20 ans, 1996-2016



Le rebond suite à la crise immobilière du début des années 1990
L'effet de disparition de la décote sur les SIIC

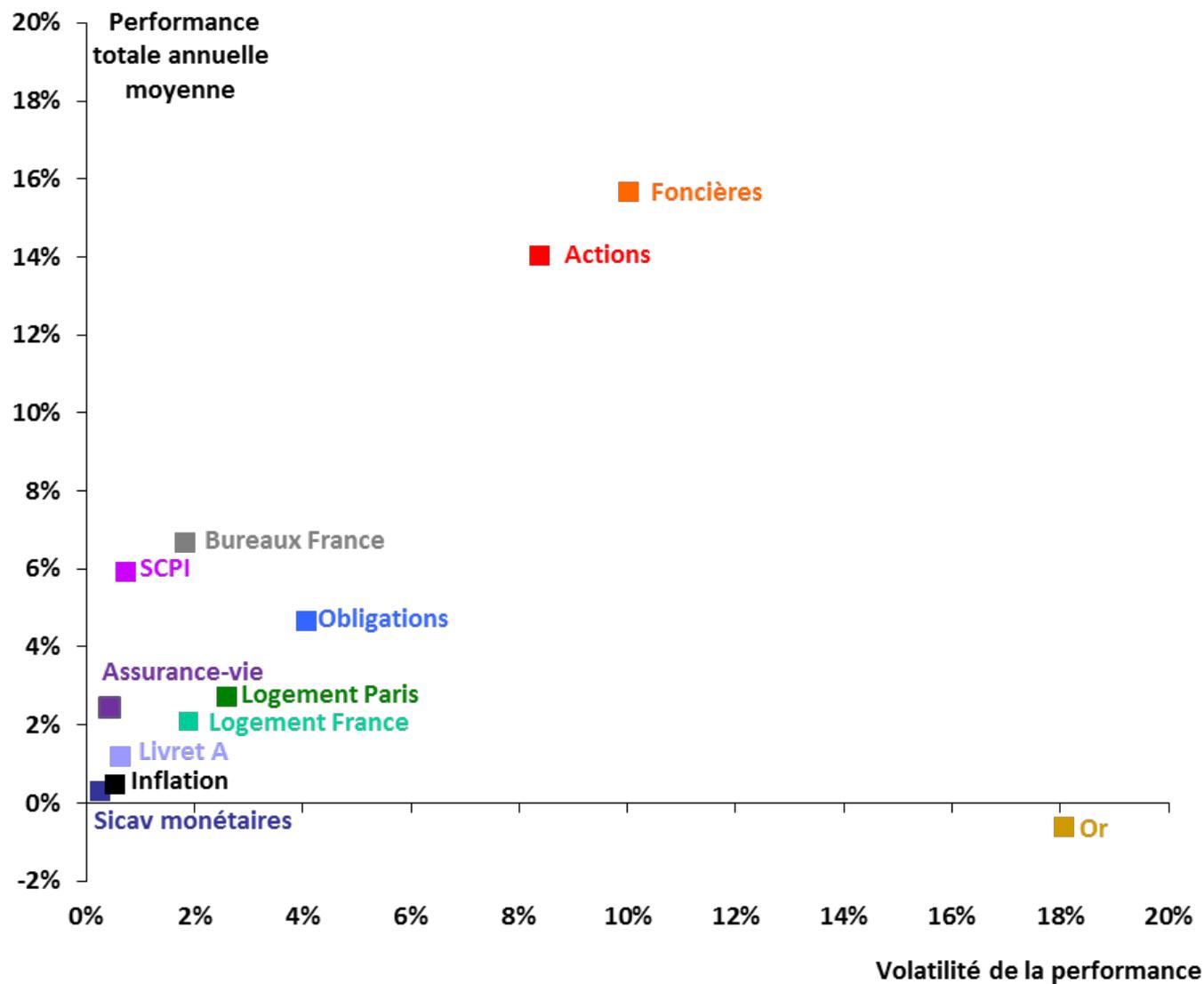


Depuis le début de la période du franc fort, le logement gagnant
Les actions et les bureaux ont des performances voisines alors que leur effet d'indexation est différent



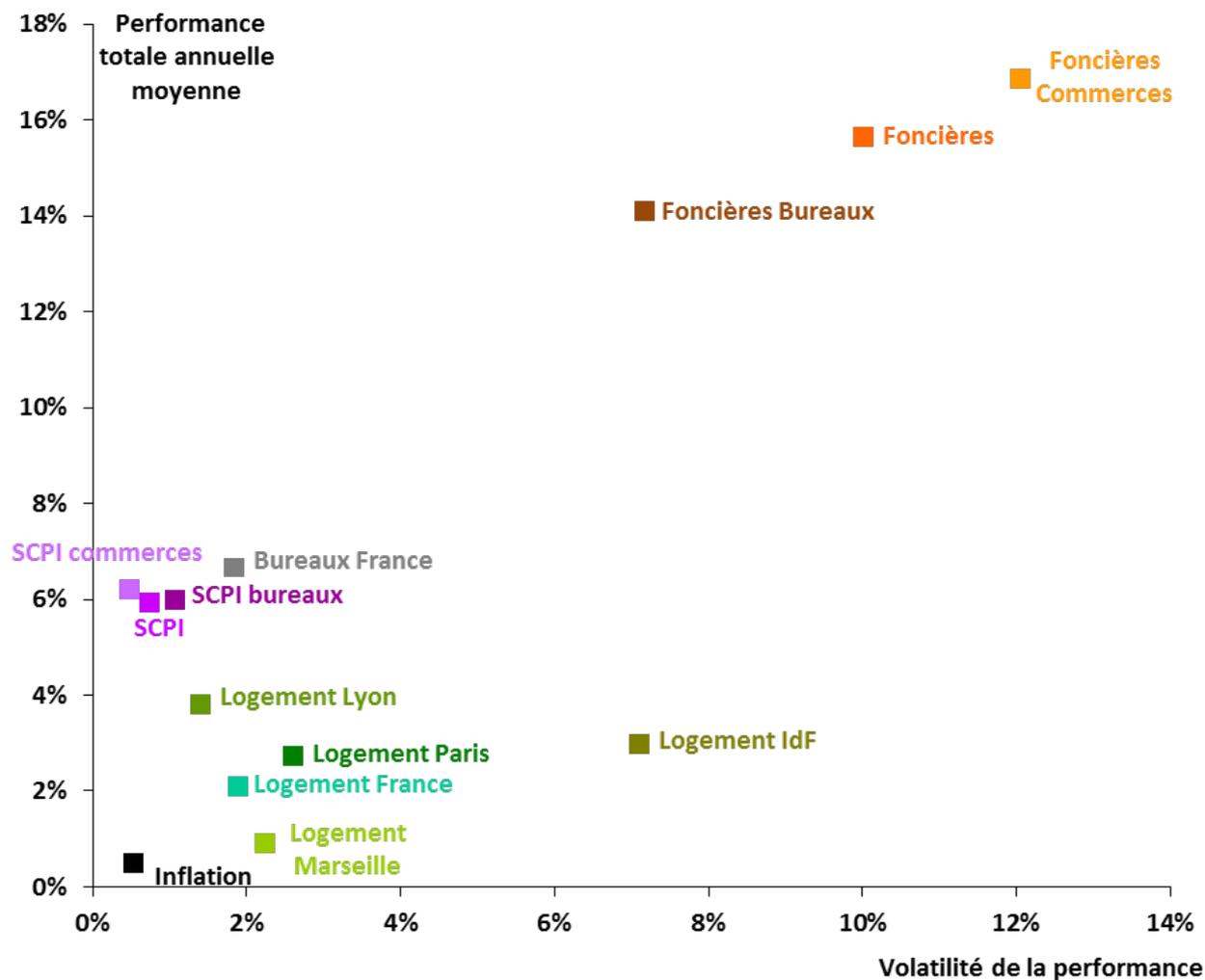
**Les actions prennent enfin le dessus,
mais les foncières ne sont pas loin
L'assurance-vie fait logiquement
comme les obligations
L'or et le Livret A ensemble, la
thésaurisation ne paie pas**

Couple risque/rentabilité 5 ans, 2011-2016

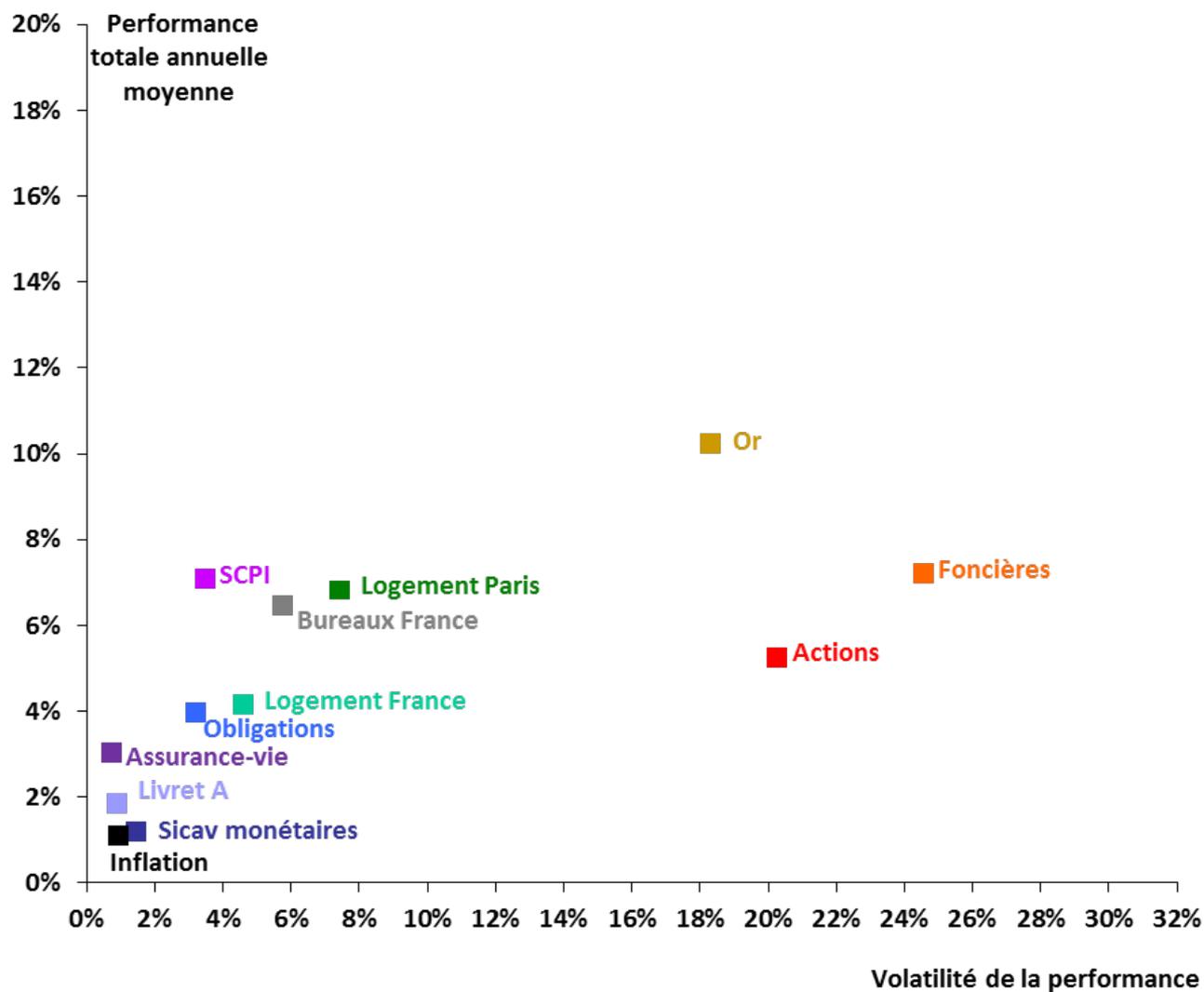


Couple risque/rentabilité 5 ans, 2011-2016

Analyse détaillée de la performance de l'immobilier

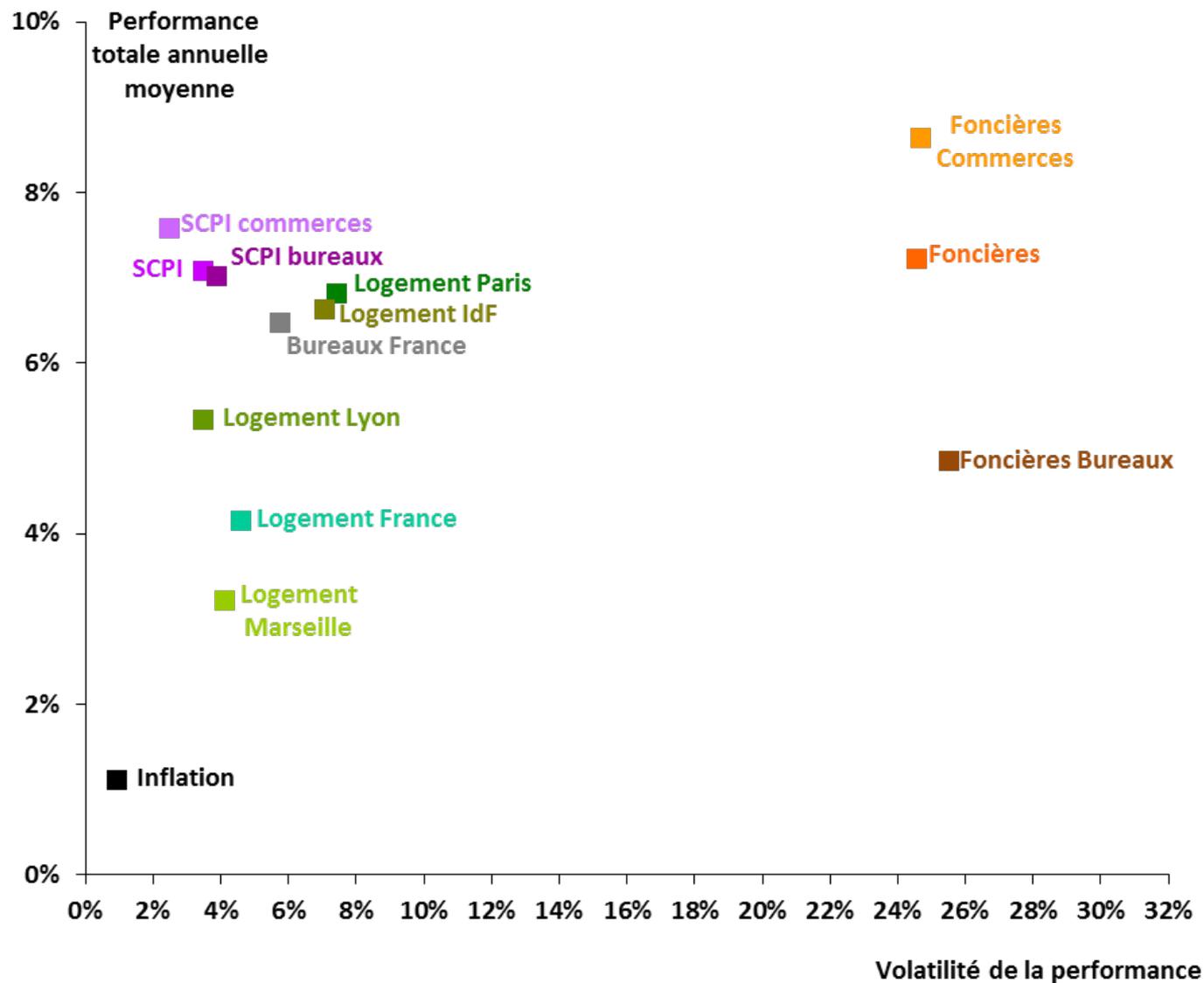


Couple risque/rentabilité 10 ans, 2006-2016

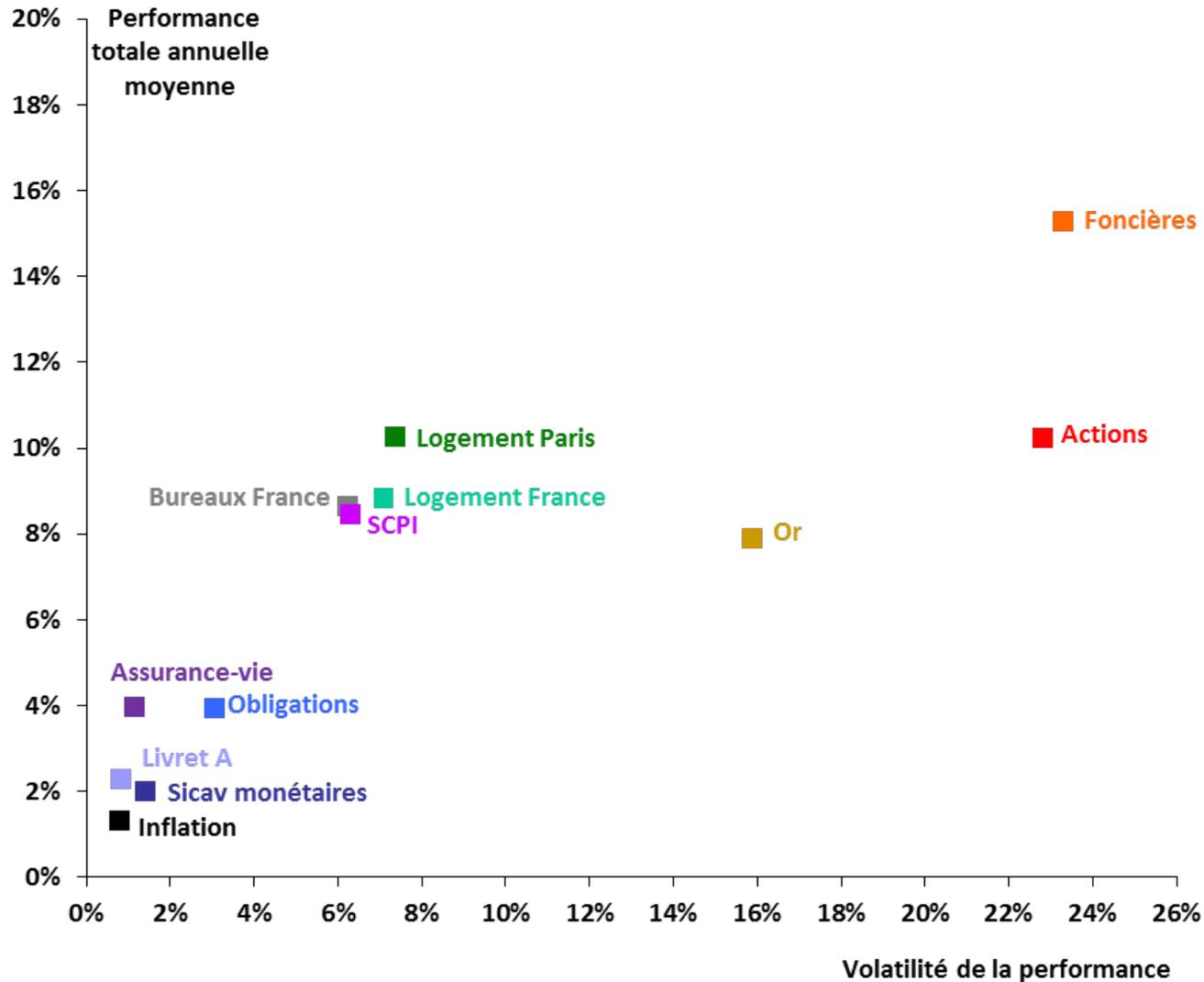


Couple risque/rentabilité 10 ans, 2006-2016

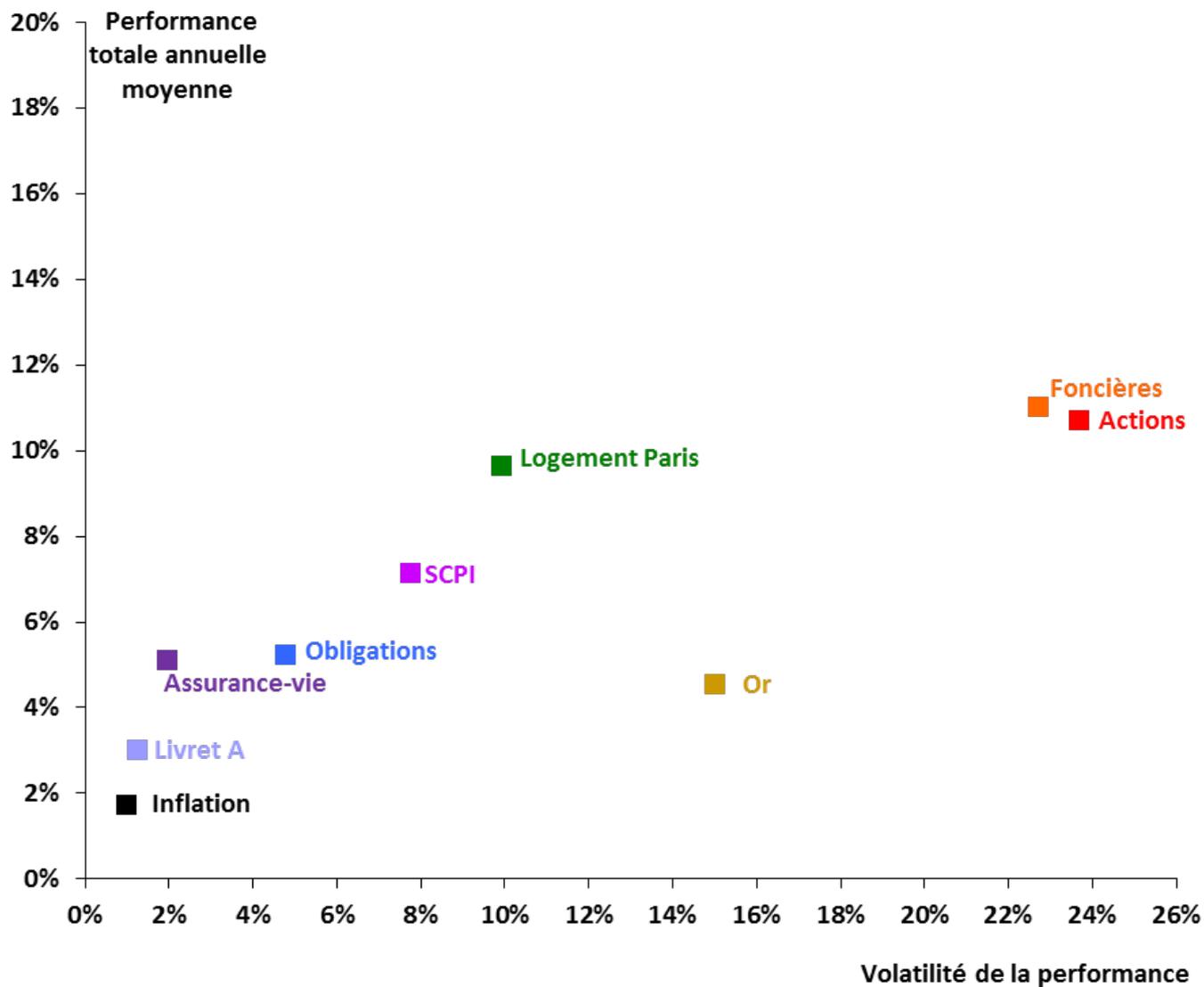
Analyse détaillée de la performance de l'immobilier



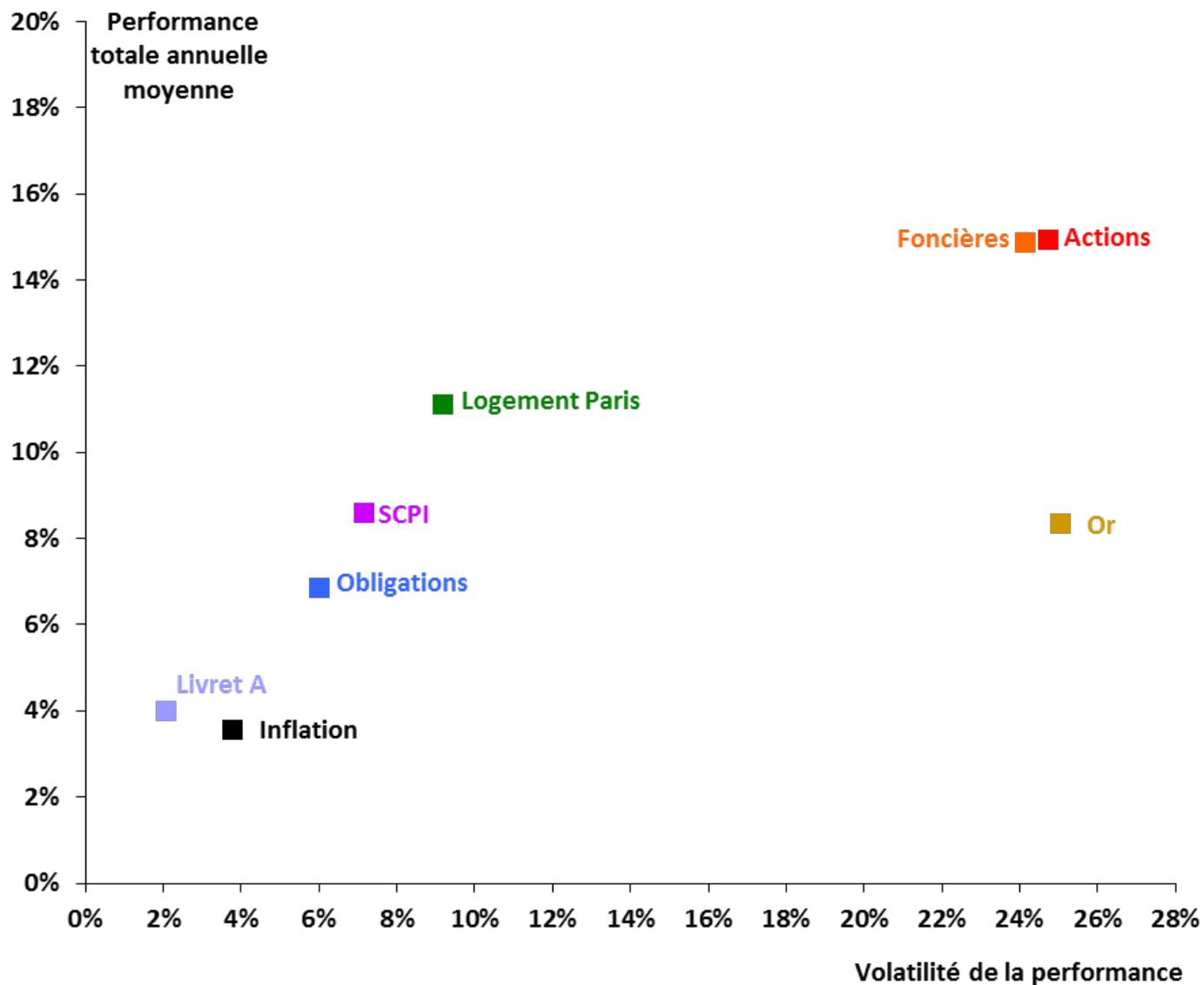
Couple risque/rentabilité 20 ans, 1996-2016



Couple risque/rentabilité 30 ans, 1986-2016



Couple risque/rentabilité 40 ans, 1976-2016



Les corrélations sur 5 et 10 ans

	Livret A	Sicav monétaires	Assurance-vie	Obligations	Logement Paris	Logement France	Bureaux France	SCPI	Foncières	Actions	Or
sur 5 ans (fin 2011 - fin 2016)											
Livret A	100%	94%	77%	66%	-50%	-48%	-63%	-83%	88%	64%	-17%
Sicav monétaires	86%	100%	85%	79%	-71%	-69%	-59%	-96%	94%	47%	-9%
Assurance-vie	89%	84%	100%	47%	-92%	-91%	-73%	-93%	71%	67%	-55%
Obligations	17%	-2%	5%	100%	-45%	-42%	-35%	-73%	75%	-13%	44%
Logement Paris	24%	26%	26%	-59%	100%	100%	55%	87%	-58%	-39%	44%
Logement France	10%	16%	17%	-60%	98%	100%	51%	86%	-58%	-40%	45%
Bureaux France	-17%	8%	-5%	-45%	55%	67%	100%	59%	-30%	-63%	59%
SCPI	-2%	-2%	21%	-30%	31%	42%	54%	100%	-88%	-45%	20%
Foncières	-49%	-72%	-36%	38%	-45%	-34%	-23%	26%	100%	36%	10%
Actions	-55%	-64%	-36%	10%	-39%	-22%	13%	49%	85%	100%	-81%
Or	25%	21%	31%	6%	54%	52%	10%	35%	5%	-23%	100%
sur 10 ans (fin 2006 - fin 2016)											

* Corrélations sur 5 ans : partie supérieure du tableau. Corrélations sur 10 ans : partie inférieure du tableau.

Les corrélations sur 20 et 30 ans

	Livret A	Sicav monétaires	Assurance-vie	Obligations	Logement Paris	Logement France	Bureaux France	SCPI	Foncières	Actions	Or
sur 20 ans (fin 1996 - fin 2016)											
Livret A	100%	86%	86%	21%	24%	24%	-4%	-10%	-18%	-16%	-7%
Sicav monétaires	94%	100%	84%	7%	36%	35%	28%	8%	-29%	-30%	-4%
Assurance-vie	94%	95%	100%	9%	37%	43%	19%	6%	3%	9%	-13%
Obligations	38%	40%	32%	100%	-42%	-29%	-50%	-41%	15%	-24%	-20%
Logement Paris	3%	10%	17%	-29%	100%	91%	62%	62%	-2%	-11%	39%
Logement France	10%	15%	23%	-20%	84%	100%	57%	61%	25%	0%	24%
Bureaux France	-9%	9%	11%	-29%	80%	64%	100%	64%	12%	17%	22%
SCPI	-20%	-2%	-2%	-15%	65%	59%	78%	100%	19%	13%	39%
Foncières	-31%	-33%	-23%	17%	1%	20%	10%	21%	100%	54%	1%
Actions	-6%	-9%	1%	22%	-2%	5%	11%	10%	57%	100%	-6%
Or	-31%	-29%	-32%	-5%	13%	12%	5%	29%	22%	4%	100%
sur 30 ans (fin 1986 - fin 2016)											

* Corrélations sur 20 ans : partie supérieure du tableau. Corrélations sur 30 ans : partie inférieure du tableau.

Eclairages et paradoxes sur les performances de long terme

- ❑ **La performance de l'immobilier sous toutes ses formes est remarquable compte tenu de son modèle d'indexation**
 - ✓ L'indexation de l'immobilier d'entreprise capte l'inflation et près de la moitié de la croissance économique tandis que l'immobilier résidentiel capte l'inflation

- ❑ **La volatilité de l'immobilier direct que ce soit en valeur d'expertise (Bureaux) qu'en valeur transactionnelle (SCPI) est remarquablement basse comparée aux obligations**

- ❑ **Deux formes d'immobilier ont particulièrement performés: les logements et les foncières**
 - ✓ La performance des logements a profité au ménages (2/3 du patrimoine)
 - ✓ Les foncières sont assez peu représentées dans les portefeuilles institutionnels (7% de l'exposition immobilière, source Af2i)

- ❑ **L'immobilier a aussi été la classe d'actifs la plus diversifiante pour un portefeuille de valeurs mobilières**

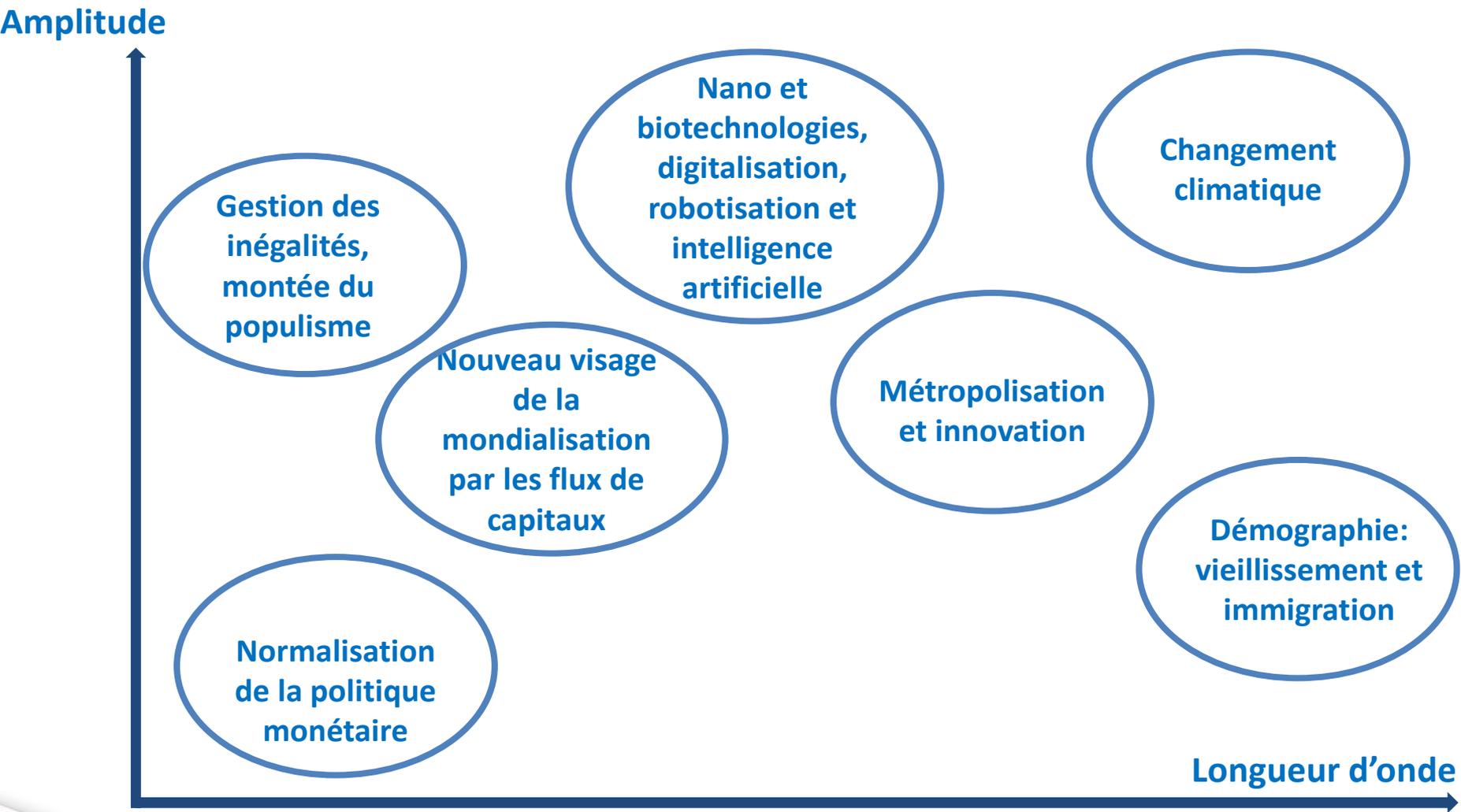
Les tendances lourdes du monde de demain confrontées à celles d'hier

Les cycles de Kondratieff

- ❑ Les grands cycles de la conjoncture ont été mis en évidence pour la première fois par Nicolaï Dimitrievitch Kondratieff en 1926 et repris par Joseph Schumpeter en 1954
 - ✓ Ces cycles d'une durée d'une cinquantaine d'années sont liés à la durée de vie des infrastructures au sens large (capital physique comme humain: transport, communication, formation, organisation politique, aspects sociétaux, etc.)
 - ✓ Ils sont endogènes, internationaux et s'expriment de façon différenciée
 - ✓ Les taux d'intérêt suivent les cycles et établissent un pic au milieu de chacun d'entre eux

- ❑ Le dernier cycle de Kondratieff, qui a démarré en 1950 avec le pétrole et l'aéronautique comme porte-drapeaux est en phase terminale, le prochain cycle avec la révolution digitale, la robotisation, les nano et biotechnologies, l'intelligence artificielle est en gestation
 - ✓ La première loi empirique de Kondratieff est que la mise en production à grande échelle des inventions se fait une vingtaine d'années après leur découverte
 - ✓ La 1^{ère} phase du cycle économique (le printemps) est une période de croissance durable sans inflation, la 2^{ème} (l'été) est une période d'excès et de saturation des capacités qui marque le pic d'inflation, la 3^{ème} est caractérisée par mouvement de désinflation suite à une récession majeure et par la montée de l'endettement, la 4^{ème} (l'hiver) marque un point bas d'inflation et une purge de l'endettement, c'est la destruction créatrice

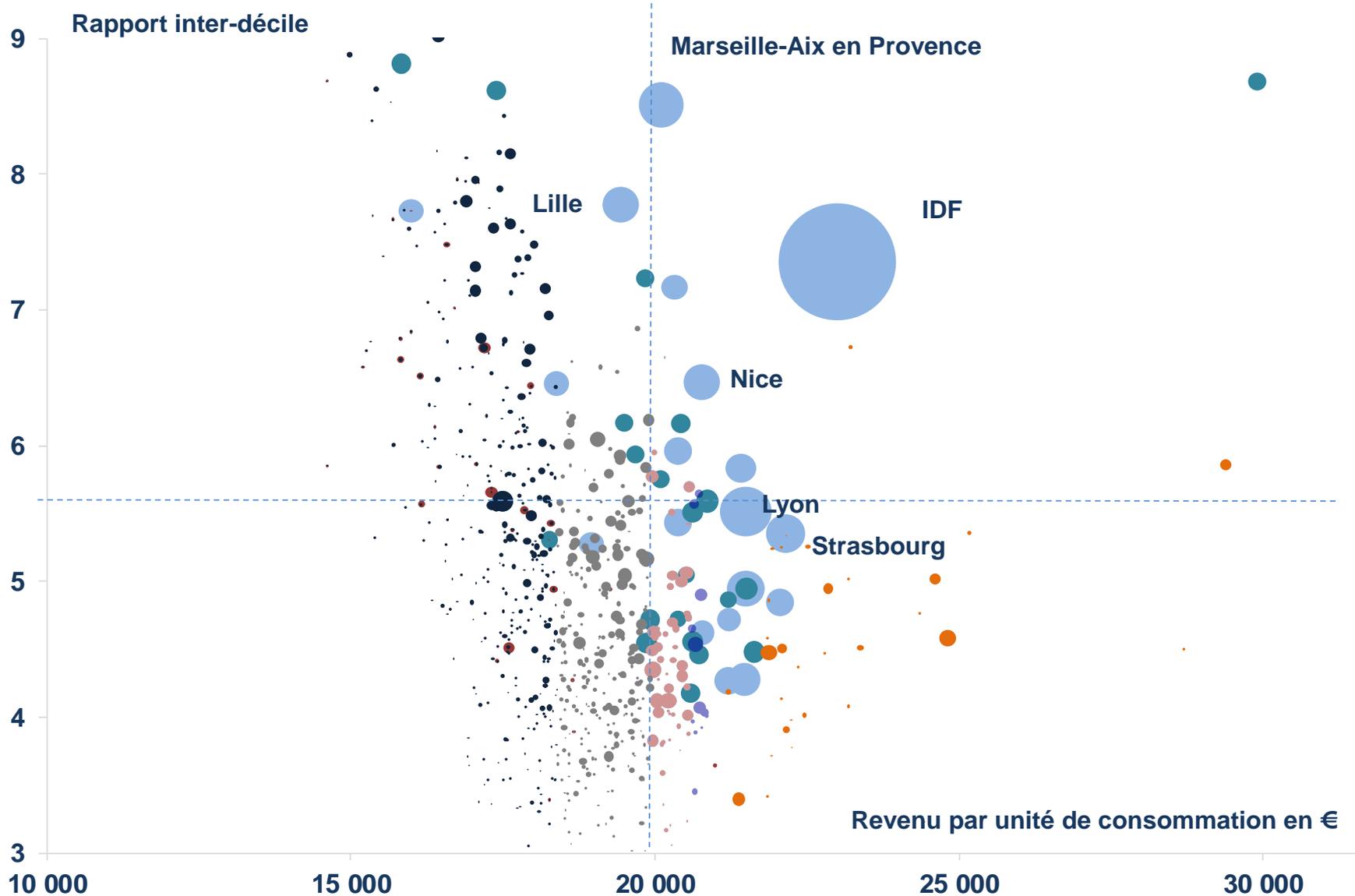
Le monde de demain – Cartographie des risques et des opportunités du point de vue de l’allocation d’actifs



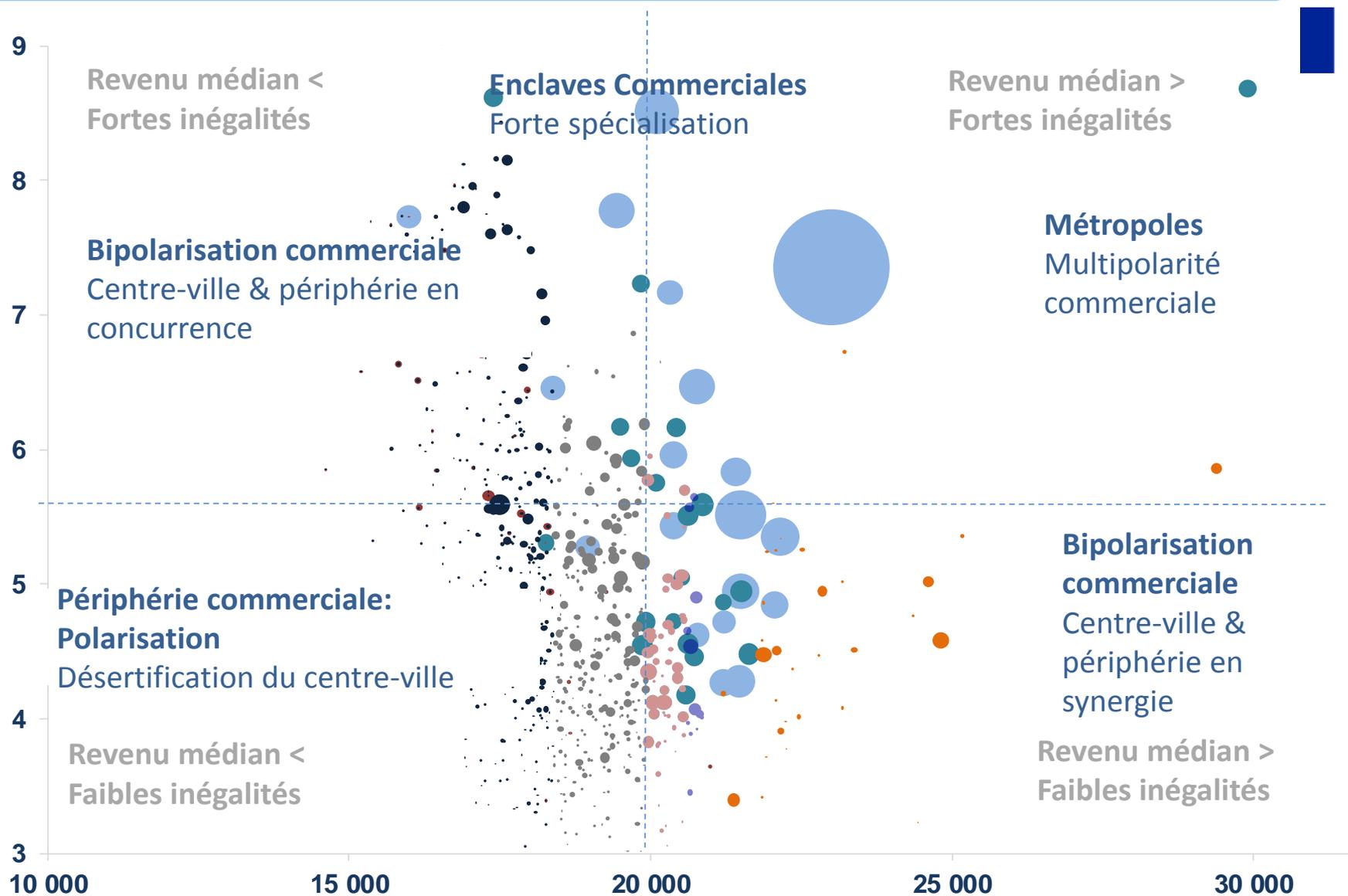
- ❑ **Economie numérique : flexibilité accrue des baux (*plug and work*) et importance croissante de la contribution des services autres que la seule location dans les revenus (satisfaction des besoins des utilisateurs, obsolescence fonctionnelle). Il faut donc s'attendre à une plus grande variabilité des revenus et à une plus forte volatilité des performances de l'immobilier**
- ❑ **Métropolisation: segmentation entre métropoles gagnantes et les autres. Les loyers de bureaux seront plus élevés dans les métropoles où la valeur ajoutée par employé sera supérieure. Les taux de capitalisation subiront une compression supérieure dans les métropoles attractives. La performance immobilière sera aussi plus décorrélée entre les différents segments de marché**
- ❑ **Changement climatique : risques physiques de pertes extrêmes (*stranded assets*) et risques de transition liés à l'obsolescence technique**

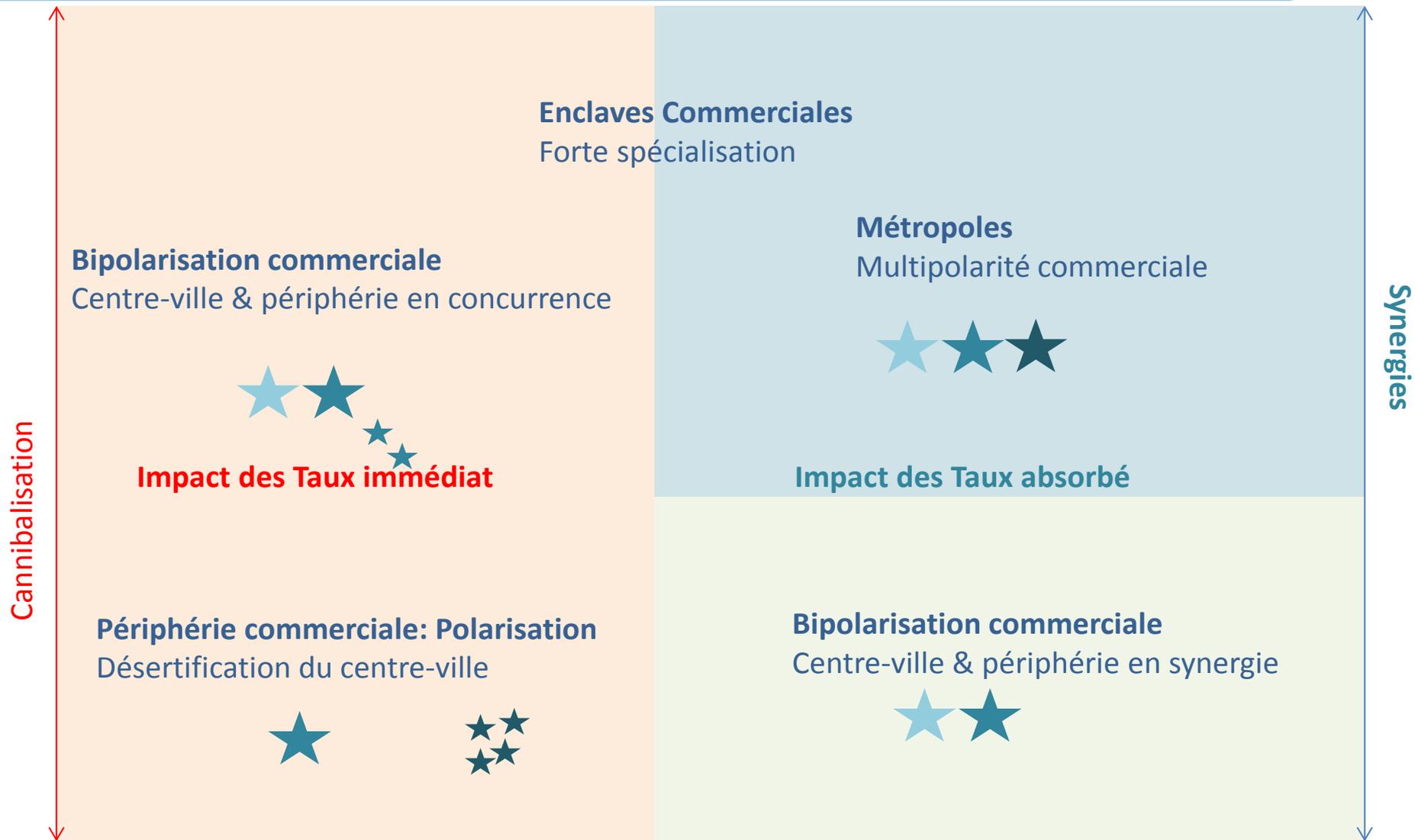
Revenus et inégalités vecteurs des asymétries territoriales

Métropolisation territoires : diagnostic structurel



Dynamiques spatiales des commerces : la multiplicité des équilibres





Les questions centrales sur l'allocation d'actifs

- ❑ Les techniques d'allocation d'actifs ont évolué progressivement de l'optimisation de portefeuille de type *Asset Only* à l'intégration de contraintes du passif sous la forme de *Liability Driven Investment* jusqu'à la gestion par objectif avec le *Goal Based Investment*
- ❑ Pour les investisseurs particuliers le développement de *robo-advisors* prenant en compte l'intégralité du patrimoine, y compris immobilier, va changer considérablement la donne
- ❑ Pour les investisseurs institutionnels les contraintes réglementaires mais aussi les contraintes de passif sous la forme de *cash-flow matching* et l'appétence pour le risque vont continuer de jouer un rôle déterminant

- ❑ La recherche de performance passe par une recherche systématique de primes de rendement ainsi que par la recherche de « points chauds » locaux en matière d'indexation
 - ✓ La crise financière globale de 2008 a dissipé l'illusion du concept de liquidité totale de même que celui de taux sans risque, liquidité et risque deviennent des continuums, la capture de primes d'illiquidité ou de risque jouent en conséquence un rôle de plus en plus important
 - ✓ En matière immobilière par exemple, la métropolisation mais aussi la digitalisation génèrent des potentiels locaux de croissance de revenus déconnectés de l'environnement macro-économique
- ❑ Les approches favorisant la décorrélation et l'asymétrie des performances doivent être favorisées
 - ✓ Exposition diversifiée aux facteurs économiques et monétaires sous jacents, ex: croissance nominale pour les actions, inflation pour l'immobilier, masse monétaire pour les obligations, démographie pour les actifs réels , etc.
 - ✓ Recherche d'un maximum de contrôle de la volatilité de chaque actif en mettant l'accent sur les risques extrêmes de baisse
 - ✓ Stratégies de couverture en *collar*



Quelle place pour l'immobilier dans un environnement financier en mutation ?

1^{er} juin 2017

Frédéric CEZARD

frederic.cezard@hexagonefinance.com

Tél: +33 (0)1 42 68 90 01

Laurence TORTOSA

l.tortosa@hexagone-conseil.com

Tél: +33 (0)1 86 95 16 83

1- Présentation du groupe Hexagone : Hexagone Finance

- ❖ **Hexagone Finance** est une société indépendante contrôlée à 100% par ses associés-fondateurs.

- ❖ **Hexagone Finance** est :
 - Conseiller en Investissements Financiers (**CIF**), Intermédiaire en Opérations de Banque et Services de Paiement, Courtier en assurances.
 - Adhérente à l'**ACIFTE**, association régulée par l'**AMF**,
 - Titulaire d'une **carte de transaction immobilière** (T15266) délivrée par la Préfecture de Police, **membre de l'IEIF** (Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière),
 - Immatriculée à l'**ORIAS** sous le numéro 13007714,
 - Assurée pour l'ensemble de ses activités auprès de **Covea Risks**.

- ❖ **Hexagone Finance** compte **87 clients investisseurs institutionnels** français, auprès desquels elle a intermédié des supports d'investissement pour 1,5 Mds €, dont 17% en immobilier.

- ❖ Les investisseurs sont des compagnies d'assurance, des mutuelles, des institutions de retraite et de prévoyance, des barreaux d'avocats, des associations, des fondations, etc.

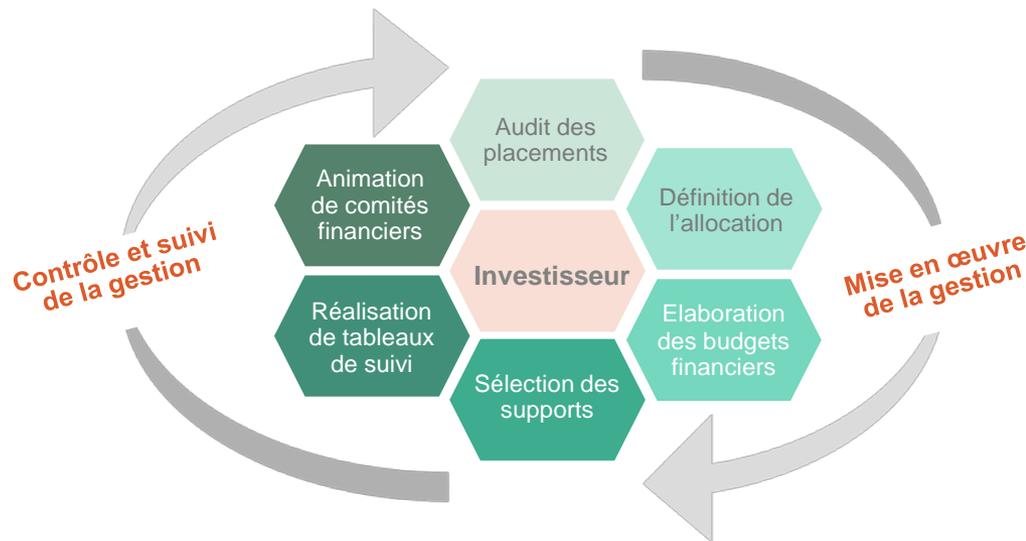
1- Présentation du groupe Hexagone : Hexagone Finance

❖ Quelques exemples d'intervention :

- **Institution de Prévoyance**, déploiement de leur poche immobilier 2016 et 2017 (montant confidentiel),
- **Mutuelle**, renforcement de sa poche immobilière 2016 et 2017,
- **Caisse de retraite libérale**, sélection des supports SCPI et OPCI (40 M€),
- **Caisse régionale de banque**, renforcement de son allocation SCPI (15 M€),
- **Plusieurs caisses régionales** (Banque), mise en place ou renforcement de leur poche immobilière,
- **Caisse de retraite libérale**, arbitrage et redéploiement d'une partie de son portefeuille SCPI (35 M€),
- **Family office**, sélection de nouveaux supports dans le cadre du renforcement de sa poche immobilière (5 M€),
- **Plusieurs associations**, renforcement de leur poche pierre-papier (de 1 à 5 M€),
- **Plusieurs mutuelles**, renforcement de leur allocation pierre-papier (20 M€),
- **Fondation**, définition de l'allocation entre différents supports et suivi de sa poche immobilière (5 M€).

1- Présentation du groupe Hexagone : Hexagone Conseil

- ❖ Hexagone Conseil est la filiale de conseil en gestion d'actifs d'Hexagone Finance.
- ❖ Notre activité est dédiée à **l'accompagnement des investisseurs institutionnels sur toutes les thématiques liées à leurs placements financiers et immobiliers.**



- ❖ **Hexagone Conseil** est :
 - Conseil en Investissements Financiers (**CIF**),
 - Enregistrée auprès de **l'ORIAS** sous le numéro 16005807,
 - Adhère à **l'ACIFTE**, association professionnelle agréée par l'AMF,
 - Assurée auprès de **MMA IARD** par une police d'assurance responsabilité civile professionnelle

2- Notre constat

❖ Post 2008, baisse des taux à des niveaux historiquement bas :

- Soit plus de risque crédit
- Soit des placements moins liquides : private equity, infrastructure, dette privée et **immobilier**

❖ Situation actuelle :

- Hausse des taux très progressive et maîtrisée (maintien de la politique accommodante de la BCE)
- Placements sans risque durablement proche de zéro
- ⇒ **Niveau de revenus sur les actifs immobiliers toujours attractifs**

❖ Evolution de la politique de gestion des placements immobiliers chez les institutionnels :

- Equipes de gestion des placements immobiliers > équipes de gestion des placements financiers
- Mais moins étoffées que celles des sociétés de gestion immobilière (sourcing, gestion locative...)
- Difficultés grandissantes pour les institutionnels de déployer en physique
- ⇒ **Délégation au profit des sociétés de gestion immobilière : SCI, SCPI, OPPCI...**

2- Notre constat

❖ SCPI / OPPCI vs Foncières cotées (SIIC ou OPC) :

- Foncières : **Plus performantes** sur le long terme (TRI élevé grâce à un effet de levier plus important)
mais **plus risquées à court terme** (valorisation corrélée aux fluctuations des marchés actions)
- SCPI : **Progression maîtrisée de la valeur des parts** (valeur d'expertise des immeubles)
Niveau de dividendes attractif malgré une tendance à la baisse des taux de distribution
- OPPCI : Privilégié par les institutionnels disposant d'encours importants et ne souhaitant pas investir dans des placements initialement destinés aux particuliers

❖ Exemples

	Contraintes réglementaires	Allocation moyenne constatée	Moyenne
Groupes de protection sociale	« immobilier papier » limité à 10% avec accord préalable de la Fédération	4% à 5%	} 5% en moyenne toute catégorie d'investisseurs
Professions libérales	20% d'immobilier : direct, SCI, SCPI et OPCI grand public et OPPCI (fonds mutualisés)	10% à 15%	
Assureurs	Pas de limite mais elles sont contraintes par le cout en SCR et leur niveau de fonds propres	6 %	
Mutuelles		7 à 8 % (13% du SCR marché)	
Fondations/ associations	Contraintes propres définies en CA ou Comité Financier	< 5%	

3- Les tendances

❖ Pour les investisseurs les plus avancés : augmentation de la diversification

- **Elargissement des portefeuilles à l'Euro/Europe** (pas seulement à l'Allemagne)
- **Augmentation de la granularité de l'allocation :**
 - Hôtellerie / tourisme / résidentiel / logistique / santé...
 - Intérêt pour les véhicules en dehors des SCPI / OPPCI : sicav luxembourgeoises

❖ Pour les portefeuilles de taille plus modeste : recherche de patrimoine équilibré

- **Intérêt pour les SCPI diversifiées** : patrimoine représentatif du marché de l'immobilier d'entreprise
- **Gestion dynamique** : allocation opportuniste entre les typologies d'actifs et leur localisation

3- Les tendances

❖ Critères de sélection au delà de la performance :

○ **Qualité du patrimoine :**

- Composition du portefeuille : typologie d'actifs et répartition géographique
- Niveau de risque des immeubles : core, core +, value added, opportuniste
- Politique d'arbitrages et de restructuration
- Politique de diversification et prise en compte des évolutions environnementale et sociale

○ **Taux de distribution :**

- Niveau de distribution et évolution dans le temps
- Evolution du prix de la part et comparaison avec la valeur de réalisation et reconstitution

○ **Liquidités :**

- Evolution de la collecte et délai d'investissement de cette collecte
- Niveau de capitalisation

○ **Les ratio financiers :**

- Niveau et politique de constitution du report à nouveau
- Montant et politique de distribution des plus-values réalisées
- Evolution des provisions pour grosses réparations et provisions pour litige

4- Nos recommandations

❖ Faire se rencontrer les SGI et les investisseurs institutionnels :

- **Adapter la façon de gérer et de communiquer à la demande des investisseurs professionnels :**
 - > besoin de visibilité sur le rendement à moyen et long terme
 - > Privilégier la régularité du niveau de distribution à la progression de la valeur de la part.
- **Proposer un véhicule de type « OUTCOME DRIVEN » :**
 - > Sélectionner les actifs en fonction d'un rendement cible

❖ Meilleure prise en compte des contraintes réglementaires :

- **Article 173** : impact de la loi sur la transition énergétique sur l'immobilier / prise en compte de l'ESG
- **Reporting Solvency II** : nécessité accrue de transparence
 - > besoin d'un fichier AMPERE ou de données équivalentes : immobilier, trésorerie, endettement.
 - > sans ces informations le portefeuille est choqué à 50% (actions de type II) au lieu de 25%
- **Modification des contraintes de gestion pour les caisses de professions libérales :**
 - > OPCIC grand public et OPPCI « club deal » sous forme de fonds mutualisé avec un endettement limité à 40%
 - > SCPI et SCI mais pas d'actions de foncières (VEFA non autorisé).



39, rue des Mathurins 75008 Paris