

LES CYCLES DE L'IMMOBILIER
AUX ÉTATS-UNIS ET LE «TIMING»
DE L'INVESTISSEMENT
DANS LA CONSTRUCTION D'IMMEUBLES
À USAGE DE BUREAUX

THE YARMOUTH GROUP

Les activités d'investissement dans l'immobilier sont cycliques, et par conséquent, le *timing*, c'est-à-dire le choix du moment, de l'achat ou de la vente peut modifier de façon importante le rendement total à l'échéance. Ces cycles sont surtout marqués dans le marché des immeubles à usage de bureaux où, historiquement, les stratégies d'investissement se sont concentrées sur les caractéristiques de l'offre et de la demande. Notre théorie est que les activités d'investissement, en particulier dans le marché des immeubles à usage de bureaux, déterminent à la fois la création de l'offre et celle des valeurs, sans considérer ni la demande pour le produit, ni son revenu potentiel.

439

Cette étude a pour dessein de comprendre et identifier les principaux indicateurs des cycles de l'immobilier. Si notre théorie est valable, un investissement dans les immeubles à usage de bureaux doit être envisagé essentiellement en fonction du *timing* à la fois de l'achat et de la vente de l'investissement, afin de profiter des cycles des capitaux. En outre, à moins de placer d'importantes restrictions réglementaires sur la construction future (ce qui semble peu probable), les cycles se poursuivront.

L'immobilier est un phénomène cyclique

Actuellement, la construction d'immeubles à usage de bureaux s'est arrêtée et elle reprendra seulement lorsque les sources de capitaux estimeront que les immeubles proposés fournissent une rentabilité nette ajustée au coût de la construction. Les autres activités d'investissement dans le marché des immeubles à usage de bureaux sont faibles, avec seulement des sources limitées de capitaux disponibles.

Pour illustrer la nature cyclique des marchés des immeubles à usage de bureaux, nous avons retracé le taux d'occupation des immeubles à usage

de bureaux pour la ville de New York depuis 1925. On observe que chaque période d'offre excédentaire en immeubles à usage de bureaux a été finalement suivie par une période d'offre déficitaire. Pendant ces périodes d'offre déficitaire, de nombreux nouveaux immeubles ont été construits et, en raison d'imperfections de *timing* inhérentes à la construction, construits en trop grand nombre, le cycle a été relancé. Dans les 75 dernières années on a compté 4 cycles de ce type, chacun entraînant d'importantes opportunités d'investissement.

La théorie traditionnelle de l'immobilier stipule que les immeubles à usage de bureaux institutionnels constituent un bon véhicule d'investissement de long terme :

- les valeurs des immeubles à usage de bureaux sont d'abord déterminées par les caractéristiques du marché de l'offre et de la demande qui fixent les niveaux de loyers réels¹.

- la construction est guidée par l'offre et la demande et, en raison du long délai de construction, les marchés ne peuvent pas être sensiblement saturés sans qu'une correction n'intervienne.

- l'immobilier à usage commercial fournit une barrière contre l'inflation lorsque les loyers et, donc, les valeurs augmentent dans un environnement inflationniste.

440

- des flux stabilisés de liquidités garantissent la valeur profonde de l'investissement. On peut se servir des modèles de ces flux actualisés pour prédire les flux de liquidités futurs et donc la valeur marchande.

- les rendements courants et les taux de rendement internes de ventes antérieures comparables dans le marché, constituent un indicateur fiable de la valeur marchande courante et des performances de long terme.

Pour tester la validité de ces hypothèses, nous avons établi le rapport des flux de liquidités à l'immobilier, la construction d'immeubles à usage commercial et l'offre d'immeubles à usage de bureaux, et à la demande pour les locaux de bureaux aux Etats-Unis pendant les 22 dernières années. On observe que, depuis 1970, il y a eu trois périodes au cours desquelles un investissement contre-cyclique opportun dans l'immobilier aurait fourni des rendements importants, avec une période 1979-1982 offrant de plus importantes opportunités que les autres. En revanche, un investissement soutenu tout au long de la période aurait produit des résultats lamentables. Bien que les cycles dans chaque marché de l'immobilier soient uniques, en général, la perspective nationale met nettement en évidence les forces macro économiques qui ont affecté le secteur de l'immobilier.

¹ Loyer brut, net des dépenses de propriétaire incluant les améliorations pour les locataires et les dépenses d'exploitation

Les résultats suggèrent que la théorie traditionnelle qui lie directement les valeurs marchandes des immeubles à usage de bureaux à l'offre et à la demande en locaux de bureaux n'est pas absolument exacte. En fait, notre étude montre que c'est la disponibilité de capitaux, et non la demande du marché, qui a le plus souvent déterminée l'offre. Ainsi la théorie traditionnelle devrait donc être ré-écrite comme suit :

- La valeur des immeubles à usage de bureaux est d'abord déterminée par les capitaux disponibles pour les investissements immobiliers. Le déclin actuel dans l'investissement d'immeubles à usage de bureaux, et donc le déclin des valeurs des immeubles, est lié à une offre excédentaire, provoquée par l'arrivée de flux de liquidités excédentaires dans l'immobilier, bien après que les données relatives aux loyers réels, à la croissance de l'emploi et à l'occupation eurent montré que l'offre était supérieure à la demande.

- Au cours de la construction des immeubles à usage de bureaux, de longs délais faussent les caractéristiques de l'offre et de la demande en raison de l'incertitude d'une offre nouvelle, en particulier durant les périodes de rapide expansion, et de la possibilité d'importantes baisses dans la demande avant l'achèvement des travaux.

- L'immobilier à usage commercial continuera d'être une barrière contre l'inflation; toutefois, pendant les années 1990, l'inflation devrait rester faible et, en raison de l'offre excédentaire actuelle, la croissance des loyers réels devrait être marginale. Si l'on devait revenir à une période de forte inflation dans le contexte présent d'offre excédentaire, la valeur de barrière de l'immobilier diminuerait tandis que les loyers resteraient relativement bas malgré l'inflation.

- En raison du déséquilibre entre l'offre et la demande, des taux d'occupation élevés et des concessions faites aux locataires qui en résultent, les liquidités de capitaux dans l'immobilier à usage de bureaux, liquidités qui reposaient sur des prévisions d'une économie toujours en expansion, se sont stabilisées à des niveaux bien inférieurs à ceux prévus à la fin des années 1980.

- Les rendements des investisseurs devraient être pondérés pour prendre en compte des niveaux de risques accrus dans le cas de propriétés achetées dans les dernières étapes d'un cycle de l'immobilier donné.

Le contexte historique

Il y a eu trois cycles économiques durant les 20 dernières années, avec des récessions en 1973-1975, 1981-1982 et 1990-1991. Les années 1970 étaient une période de complète escalade des valeurs de l'immobilier, notamment en raison de la forte inflation due aux 2 chocs pétroliers de

1973 et 1979. Du fait de faibles taux d'occupation, résultats d'une construction insuffisante au début des années 1970, les activités de construction ont rapidement augmenté, à partir de la seconde moitié de cette décennie, pour répondre à la demande.

La demande pour les espaces de bureaux dans les années 1980 était guidée par une reprise après la récession de 1981-1982. Les taux d'occupation nationaux, qui avaient atteint leurs taux les plus bas de tous les temps en 1979, augmentèrent sans relâche pendant les années 1980 (*graphique 1*). Le niveau des activités de construction a dépassé rapidement la demande et, ainsi, les loyers réels ont commencé à décliner. Cependant, les activités de construction ont continué d'augmenter sans être affectées par une chute constante des niveaux des loyers réels (*graphique 2*)². Pendant la même période, la valeur marchande de la propriété d'immeubles à usage de bureaux a continué aussi de croître jusqu'à parvenir aux niveaux les plus élevés jamais atteints, en 1985, soit trois ans après le début du déclin des loyers réels (*graphique 3*). Des forces autres que la demande en immeubles à usage de bureaux et les fondamentaux traditionnels de l'investissement immobilier ont nettement déterminé les valeurs marchandes et la construction nouvelle pendant 3 à 7 années après que le niveau maximum des loyers réels eut été atteint en 1982.

442

La possibilité de rendements doubles sur les investissements dans les immeubles à usage de bureaux dans la première moitié des années 1980 était le résultat d'une pénurie de locaux à un moment de demande croissante, pénurie qui a poussé les loyers réels à un niveau élevé en 1982. La possibilité de rendements élevés s'est avérée attractive pour une large gamme d'entités d'investissement, dont plusieurs n'avaient pas auparavant participé au développement et à l'investissement dans l'immobilier à usage commercial américain. Le flux de capitaux résultant provenant d'une large variété de sources était motivé par une combinaison de changements dans la réglementation des marchés financiers, la globalisation de la finance, la recherche par les investisseurs de rendements plus élevés et de modifications dans les lois fiscales visant à stimuler l'investissement. Les sources principales de nouveaux capitaux d'investissement immobilier dans les années 1980 étaient les suivantes:

- *Les organismes de financement par des plans d'épargne-logement américains* étaient autorisés à prendre de plus hauts risques et, en théorie, à créer des investissements à plus fort rendement dans l'immobilier à usage commercial, afin de pouvoir faire face à la concurrence dans les marchés financiers des années 1980.

² Loyer brut, net des dépenses de propriétaire incluant les améliorations pour le compte des locataires et les dépenses d'exploitation sur sept marchés importants.

- *Les banques commerciales* cherchaient des alternatives pour substituer les emprunts étrangers déprimés et les activités déclinantes de sociétés affectées par la crise. Les prêts immobiliers à la construction offraient à la fois les rendements et la durée susceptibles d'attirer les banques commerciales.

- *Les «tax syndicators» opérant sous la loi fiscale de 1981* pouvaient présenter l'immobilier comme un abri fiscal séduisant et ignorer les fondamentaux profonds des loyers réels et de la demande du marché.

- *Les caisses de retraite américaines* étaient autorisées à investir dans l'immobilier dans les années 1980 afin de diversifier leurs portefeuilles et faire barrière à l'inflation, une opportunité qui leur était évidemment fermée dans les années 1970 lorsque les valeurs de l'immobilier augmentaient avec l'inflation.

- *Les capitaux étrangers* étaient attirés aux États-Unis par la possibilité de rendements meilleurs, une forte croissance économique, et la fixation avantageuse du prix des actifs en raison des différentiels de changes monétaires.

S'il est peu probable que la prochaine offre en capitaux provienne des mêmes sources que dans les années 1970 et 1980, l'argent reviendra cependant lorsque l'on percevra que le revenu potentiel de la propriété fournit un rendement ajusté au risque attractif, par comparaison aux autres alternatives. Cependant, étant donné la différence entre le *timing* de l'investissement et l'offre et la demande du marché, il est virtuellement impossible qu'un flux accru de capitaux conduise une fois de plus à une construction excédentaire.

443

Un marché inefficace

La théorie traditionnelle de l'offre et de la demande appliquée à la construction d'immeubles à usage de bureaux poserait que les contrats de construction d'immeubles à usage commercial devraient généralement correspondre à une croissance de l'emploi dans les secteurs économiques des Services et de la Finance, de l'Assurance et de l'Immobilier (FIRE). Les chiffres montrent un fort contraste entre la croissance modérée mais soutenue de l'emploi dans les secteurs des Services et de FIRE pendant les deux dernières décennies, et la croissance largement différente dans la construction d'immeubles à usage commercial (*graphique 4*). Les contrats de construction ont augmenté à un rythme plus rapide que l'emploi de 1975 à 1980 et de 1982-1985, et sont restés ensuite à un niveau élevé jusqu'en 1989, malgré une croissance modérée de l'emploi et des taux d'occupation croissants. En résumé, il semble qu'il y ait eu peu de corrélation directe entre les contrats de construction et l'emploi pendant ces vingt années.

Une comparaison de la moyenne nationale des loyers réels nets réalisée à partir de sept importants marchés métropolitains, avec les données disponibles sur l'emploi dans les secteurs des services et de FIRE, révèle qu'il y a eu une corrélation directe entre le taux de croissance des loyers et celui de l'emploi entre 1970 et 1979 (*graphique 5*). De 1979 à 1982 cependant, les loyers réels ont augmenté à un rythme bien plus rapide que la croissance de l'emploi en raison de la pénurie de constructions nouvelles après la récession du milieu des années 1970 - comme le montre le taux d'occupation des immeubles à usage de bureaux de 3,6% en 1979 (*graphique 6*). Bien que l'emploi ait continué d'augmenter après 1982, les loyers réels ont commencé à décliner lorsque l'offre est devenue supérieure à la demande. Ce déséquilibre a produit des taux d'occupation double depuis 1982. Ainsi, malgré une détérioration des fondamentaux du marché traditionnels, c'est-à-dire un déclin des loyers réels et une rapide augmentation du taux d'occupation à partir de 1982, l'offre en nouveaux immeubles à usage de bureaux a continué d'augmenter encore plus rapidement durant 5 ans, sans enregistrer aucun déclin pendant 7 années.

Au lieu d'être liée aux fondamentaux du marché, la croissance de la construction d'immeubles à usage commercial s'explique par sa corrélation directe avec l'apport de nouveaux capitaux (*graphique 7*). Le manque de corrélation avec les fondamentaux du marché est encore évidente si l'on compare les loyers avec les apports de capitaux, qui devraient croître et décroître en parallèle. Au contraire, ce graphique montre que les investissements ont augmenté tandis que les loyers baissaient au début des années 1970 et les investissements ont diminué alors que les loyers augmentaient au milieu de ces années-là. L'exemple le plus frappant du manque de corrélation entre l'investissement et les loyers s'est produit dans les années 1980. 1982 marquant le début de la période du plus important apport de capitaux dans l'immobilier à usage commercial, l'année même où les loyers réels atteignaient leur maximum (*graphique 8*).

Nous avons voulu montrer ici qu'au cours de trois cycles, les flux de capitaux vers les marchés ont constamment mal interprété les fondamentaux du marché provoquant finalement un déclin marqué du revenu potentiel et de la valeur, et relançant ainsi le cycle une fois de plus.

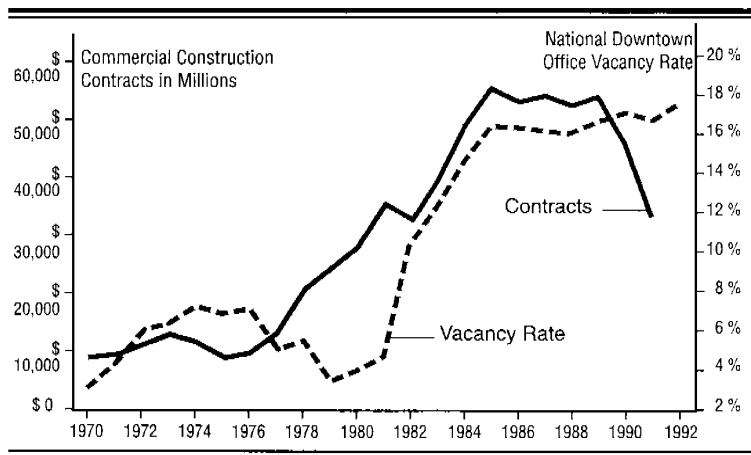
Nous avons tiré de ce résultat plusieurs conclusions relatives à la stratégie et au *timing* des investissements dans la construction d'immeubles à usage de bureaux. D'abord, à moins de placer des restrictions importantes sur la construction future, il faut envisager l'investissement dans l'immobilier à usage commercial et dans l'immobilier à usage de bureaux en particulier, comme des tactiques consistant à acheter et à vendre des actifs au gré des cycles des capitaux. Il est peu probable que des restrictions gouvernementales soient mises en place sur la nouvelle

construction, dans la mesure où des niveaux de construction plus élevés génèrent une activité économique accrue. Ainsi, les politiciens qui sont jugés sur des performances économiques de court terme hésiteraient à limiter la construction. En conséquence, la maximisation des rendements sur des opportunités d'investissement immobilier choisies, particulièrement les immeubles à usage de bureaux, peut seulement être réalisée au moyen d'une stratégie d'investissement tactique qui identifie correctement une opportunité d'achat au creux d'un cycle économique et exécute une vente de l'actif au maximum du cycle.

Ensuite, à la lumière du manque de constructions nouvelles dans le contexte actuel et des sources de capitaux relativement restreintes pour l'investissement dans l'immobilier à usage de bureaux, il y aura bientôt des opportunités de réaliser des investissements favorables, investissements à conserver jusqu'à ce que des apports de capitaux plus importants entrent dans le marché de l'immobilier.

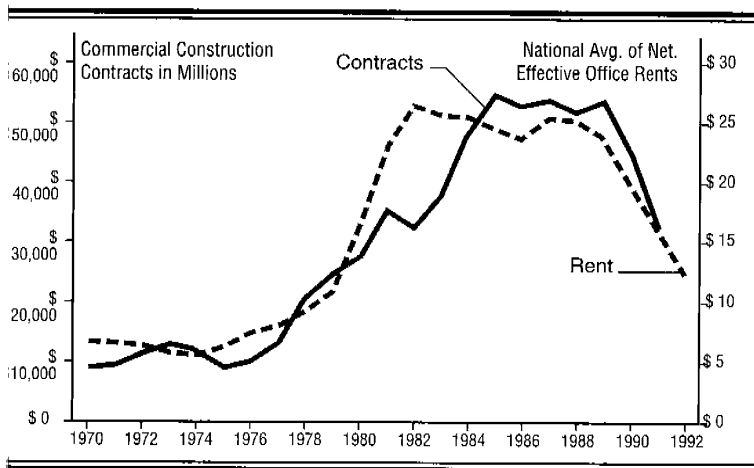
Une fenêtre d'opportunité existe pour acquérir des investissements dans les immeubles à usage de bureaux à un coût nettement inférieur au coût de remplacement, qu'il faudrait conserver jusqu'à l'apparition du prochain et inévitable cycle de capitaux d'investissement.

Graphique 1
**National Commercial Construction Contracts &
National Downtown Office Vacancy Rate**



Graphique 2

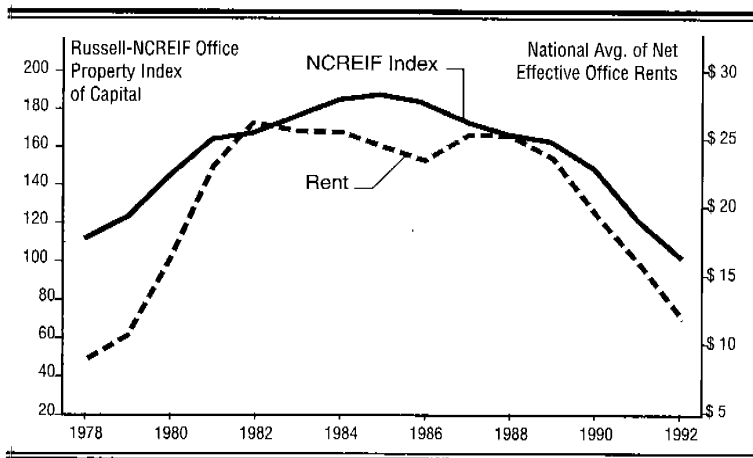
National Commercial Construction Contracts & National Avg. of Net Effective Office Rents



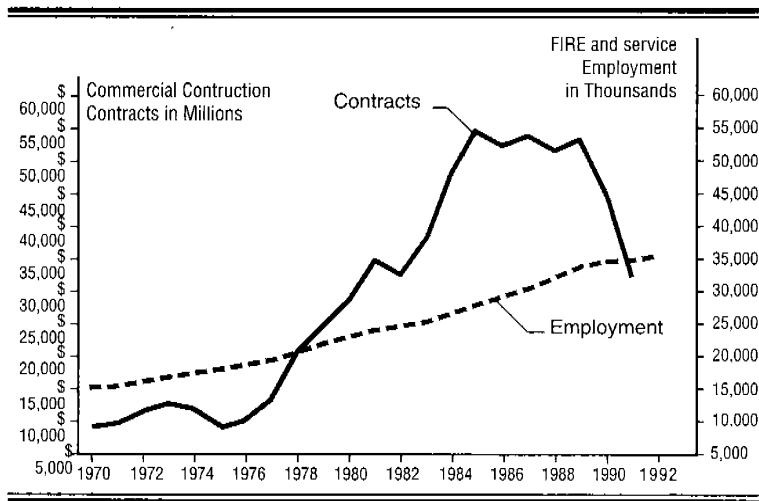
446

Graphique 3

Russel-NCREIF Office Property Index of Capital & National Avg. of Net Effective Office Rents

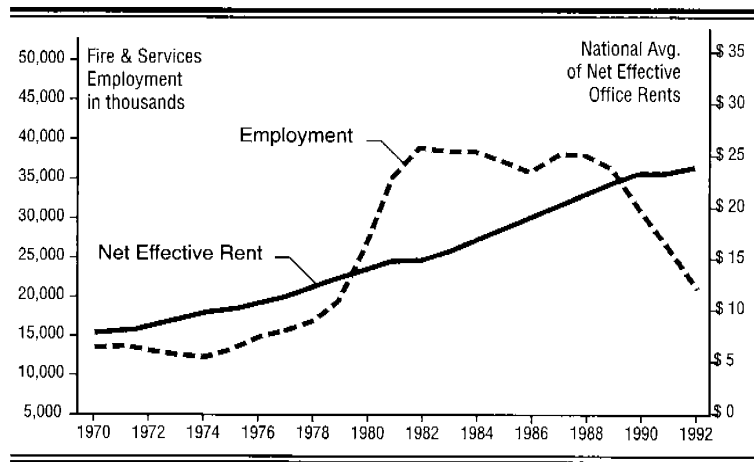


Graphique 4
**National Commercial Construction Contracts &
 National Fire and Service Employment**

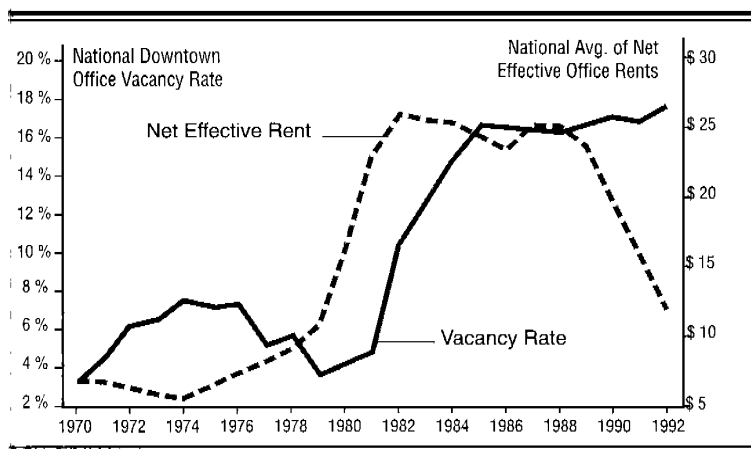


447

Graphique 5
**National FIRE and Service Employment
 National Avg. of Net Effective Office Rents**

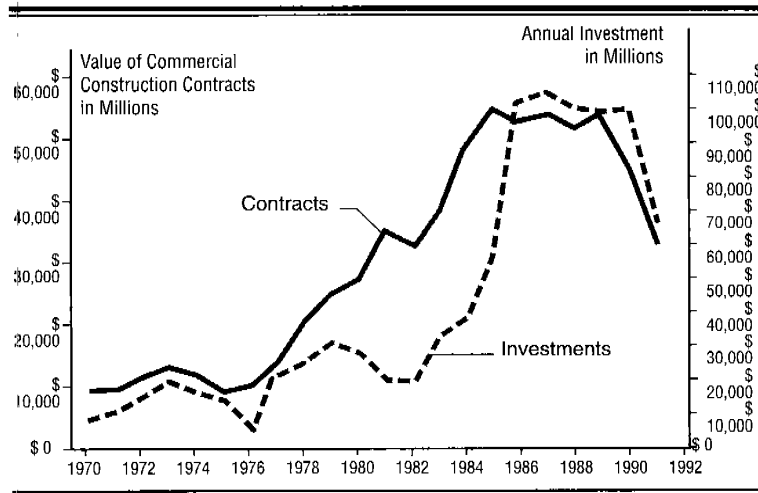


Graphique 6
National Downtown Office Vacancy Rate &
National Avg. of Net Effective Office Rents



448

Graphique 7
Commercial Construction Contracts &
Real Estate Lending by Life Co. Pension Funds &
Commercial and Savings Banks & Foreign Investments



Graphique 8
Life Co. Pension Funds & Commercial and Savings Banks
& Foreign Investment
& National Avg. of Net Effective Office Rents

