

## CHANGEMENTS CLIMATIQUES : L'ÉQUATION IMMOBILIÈRE

**Les constructions existantes ne vont pas toutes supporter de la même façon les effets des changements climatiques. Les écarts de valeur vont se creuser entre les plus exposées au risque environnemental et celles qui auront fait l'objet de travaux d'amélioration. Comment évaluer ces impacts du point de vue de l'investisseur ?**

par Paul McNamara<sup>1</sup>

Il n'a échappé à personne que l'immobilier a vécu des moments difficiles pendant ces derniers dix-huit mois. Après des années de performance exceptionnelle, les marchés ont subi une correction rapide à peu près partout dans le monde, avec des chutes de valeurs importantes par rapport à leur sommet de la mi-2007.

Mais, derrière cette turbulence cyclique, une tendance à plus long terme se dégage. Les changements climatiques et la durabilité environnementale sont, de plus en plus souvent, pris en compte dans les décisions liées à l'investissement immobilier et à l'occupation des bâtiments.

Cette prise de conscience, aussi bien chez les propriétaires que chez les locataires, n'est pas sans conséquence sur la valeur des immeubles ni sur leur performance à venir. Un investisseur doit donc en tirer des conclusions s'il veut conjuguier adroitement performance et responsabilité environnementale.

### Politiques environnementales

L'investissement immobilier est apprécié pour ses larges possibilités de diversification, ses risques réduits et ses rendements relativement stables. Il trouve aujourd'hui sa place dans la plupart des portefeuilles des investisseurs institutionnels, pour une part encore modeste : jusqu'à 15 % des actifs, la plupart du temps.

Mais cette proportion est sans commune mesure avec l'importance de l'immobilier pour la réduction des émissions de gaz à effet de serre. Selon le *Environment Programme's Sustainable Building and Construction Initiative* des Nations unies, les

constructions génèrent 40 % des émissions de dioxyde de carbone dans les pays développés, 30 % des déchets solides et 20 % des effluents d'eau. Selon le *Intergovernmental Panel on Climate Change* (IPCC<sup>2</sup>), l'immobilier est aussi considéré comme le secteur disposant du plus fort potentiel de réduction des émissions au prix le plus bas.

### Notation écologique des immeubles

Malgré les restrictions budgétaires imposées par la conjoncture économique actuelle, les gouvernements ne reviennent pas sur leurs promesses de réduction d'émissions, et l'immobilier constitue toujours une cible prioritaire. Il n'est donc pas étonnant que les politiques environnementales se développent rapidement au niveau des instances européennes, nationales et locales. Les objectifs poursuivis sont multiples : baisse des émissions de dioxyde de carbone, usage plus efficace de l'énergie, de l'eau et des autres ressources naturelles, réduction des déchets, etc.

En Europe, l'une des mesures récentes les plus significatives a été la mise en place des *Energy Performance Certificates*<sup>3</sup>, qui attribuent une note aux immeubles. Ils aident les acheteurs et les locataires à apprécier l'efficacité environnementale du bâtiment concerné et les mesures qu'il faudrait prendre pour les améliorer. Ces notes, ajoutées à la médiatisation croissante des normes « bâtiments verts », permettent aux utilisateurs et aux investisseurs d'être mieux informés avant de prendre une décision sur les biens qu'ils vont louer ou acquérir.

### Les bâtiments anciens plus exposés

En Europe du Nord, avec l'augmentation de la température, les étés deviendront plus chauds et secs et les hivers davantage pluvieux. Ce durcissement des conditions climatiques

1. Directeur de recherche, Prupim (article traduit de l'anglais par Diana Philip, M&G).

2. Intergovernmental Panel on Climate Change, "The Physical Science Basis", contribution du Working Group 1 au *Fourth Assessment Report of the IPCC*, Cambridge University Press, Cambridge, 2007.

3. L'équivalent en France étant le DPE, diagnostic de performance énergétique.

affectera différemment les immeubles selon leur époque de construction. De plus, la répétition d'événements météorologiques extrêmes aura, sur le long terme, d'importants effets de dégradations sur les bâtiments.

Parmi les immeubles déjà construits, il n'est pas douteux que les moins bien armés pour affronter dans le temps l'épreuve du changement climatique verront leur valeur se dégrader. Des incitations financières et fiscales devraient néanmoins encourager les propriétaires et, éventuellement, les locataires à améliorer leurs immeubles.

Dans les nouvelles constructions, l'industrie immobilière fait preuve de beaucoup d'innovation pour respecter les spécifications environnementales. Certes, l'augmentation du coût de revient, compensé ou non par les économies d'usage, fait débat. Mais, de toute façon, dans les pays développés, les constructions neuves représentent moins de 2 % du parc existant. Son impact environnemental reste donc limité.

### Concentrer les efforts sur l'existant

Les bâtiments anciens sont donc le cœur de cible si l'on veut effectivement lutter contre les effets des changements climatiques. Les gains y sont plus immédiats et, pour une dépense relativement limitée, l'accumulation des améliorations environnementales pourrait avoir un effet de masse colossal. Pourtant, sous prétexte que toute action en ce sens pourrait entamer la valeur des actifs, il y a eu, jusqu'à maintenant, une réticence de la part des propriétaires à estimer le véritable impact environnemental des biens existants.

Cette façon de penser n'est pas complètement irrationnelle dans la mesure où il n'est pas évident que, par exemple, les locataires acceptent de payer des loyers plus chers pour les immeubles plus durables. Et sans cette perspective de loyers plus élevés ou de valorisation des immeubles (et donc de meilleurs rendements), les dépenses d'amélioration des bâtiments pour réduire leur impact environnemental se révèlent peu attractives. Mais comme les prix de l'énergie augmentent et que ceux des technologies baissent, cette situation peut changer rapidement.

Il n'est d'ailleurs pas étonnant que les gérants de fonds immobiliers s'intéressent de plus en plus aux changements climatiques et aux solutions préconisées par le développement durable. D'aucuns considèrent que l'investissement socialement responsable (ISR)<sup>1</sup> trouve dans l'immobilier<sup>2</sup> un de ses principaux champs d'application. Dans tous les cas, il s'agit d'un nouvel élément à prendre en compte par les investisseurs pour l'évaluation du bien, de ses risques et de son rendement.

### Le calcul de l'impact climatique

Une transposition simplifiée du modèle de croissance de Gordon donne un cadre efficace pour montrer comment l'investissement durable impacte la valeur d'un immeuble :

$$V = \frac{R}{(Tr + Pr) - C}$$

- V = valeur de l'immeuble
- R = revenu du loyer pour l'année à venir
- Tr = taux sans risque
- Pr = prime de risque
- C = taux de croissance des loyers (prenant en compte l'obsolescence)

Si les locataires se soucient des questions environnementales (ou de leur image à travers une politique d'entreprise responsable), ils pourraient avoir une préférence de plus en plus marquée pour les immeubles durables<sup>3</sup>. De ce fait, il se créera une différenciation notable entre les niveaux de loyer des immeubles durables et non durables. Dans les immeubles moins durables, le taux de dépréciation amène à une croissance des revenus (C) moins élevée.

Les immeubles moins durables seront probablement moins efficaces au niveau énergétique, ainsi que pour la consommation d'eau et la gestion des déchets. Le surcoût en charges laissera moins d'argent pour payer le loyer. En conséquence, le niveau des loyers des immeubles moins durables baissera avec le temps et se situera en dessous de celui des immeubles plus durables. Cette fois encore, la croissance des loyers (C) baissera.

Les immeubles moins durables ne recevront pas seulement des loyers plus bas, ils prendront aussi plus de temps à être reloués. Pour un investisseur, cette interruption prolongée dans le flux de trésorerie augmente le niveau de risque. Il doit donc être compensé par une prime de risque (Pr) plus élevée, ce qui se traduit par une réduction de la valeur du bâtiment.

De la même façon, à partir du moment où le choix d'un investisseur est influencé par les questions environnementales, les immeubles moins durables deviennent plus difficiles à vendre que les immeubles durables. Pour cette perte de liquidité, les investisseurs demanderont encore une prime de risque (Pr) plus élevée et paieront un prix inférieur pour ces actifs moins durables et moins liquides.

1. Voir l'article « L'immobilier gagné par l'ISR », p. 17.

2. Pour plus d'informations, voir aussi le site Internet [www.upstreamstrategies.co.uk](http://www.upstreamstrategies.co.uk).

3. Il y a différentes définitions de la « construction durable », mais toutes intègrent généralement l'efficacité énergétique et hydraulique, une bonne accessibilité par les transports autres que la voiture et des outils efficaces de traitement des déchets.

## Résultat de l'équation

En appliquant notre modèle de Gordon aux immeubles moins durables, nous constatons que la croissance (C) et le niveau des loyers (R) diminuent, tandis que la prime de risque (Pr) augmente. En conséquence, la valeur (V) de ces immeubles baissera par rapport à celle des immeubles plus durables. Évidemment, l'importance de l'impact sur les valeurs immobilières dépend de l'attention que porteront les locataires et les investisseurs aux questions environnementales. Plus ils en feront cas et plus les retombées seront importantes sur le prix des biens et sur leur performance. Si l'on en croit l'actualité, il est probable qu'ils s'y intéresseront beaucoup !

Une étude récente sur l'efficacité énergétique des bureaux aux États-Unis<sup>1</sup> suggère que, tous les facteurs de la performance pris en compte, les immeubles plus efficaces ont bénéficié d'une prime de loyer de 3 %. Il en a résulté pour les investisseurs une prime de revenu de 6 % du fait d'un meilleur taux d'occupation. Ces immeubles ont également vu leur valeur augmenter de 16 %.

Malheureusement, cette étude, réalisée à partir des résultats bruts, ne prend pas en compte les dépenses nécessaires pour arriver à un meilleur niveau de loyer et de valorisation du bien. Mais il y aura d'autres études plus pertinentes sur ce sujet et elles ne manqueront pas de démontrer que les immeubles efficaces produisent des rendements plus élevés. Nombreux sont ceux qui ont compris la logique de l'impact de la durabilité sur la valeur et la performance de l'immobilier. L'enjeu est désormais de calibrer et de paramétrer cet impact pour trouver les bonnes stratégies permettant d'optimiser les nouveaux investissements.

## La réponse des investisseurs

Il est de la responsabilité des gérants de fonds immobiliers, notamment, de mesurer à quel point les questions environnementales auront des répercussions sur les immeubles déjà dans leurs portefeuilles ou qu'ils achèteront à l'avenir. Les investisseurs les plus prévoyants ont déjà commencé à orienter leurs portefeuilles vers les actifs plus durables. Les investisseurs « responsables » cherchent aussi les moyens d'améliorer les caractéristiques environnementales de leurs actifs actuels<sup>2</sup>.

De simples initiatives de gestion des immeubles peuvent contribuer à la réduction de leur impact sur l'environnement. Si ces initiatives sont d'un coût faible ou nul, ils ne peuvent pas menacer les responsabilités financières des dirigeants de fonds. Bien sûr, si les coûts énergétiques continuent d'augmenter et les coûts technologiques de baisser, le choix des

actions rentables continuera à s'élargir, permettant aux propriétaires de réduire encore plus l'impact environnemental de leurs investissements.

## Des fonds « verts »

Il n'est donc pas étonnant que nous assistions au développement de fonds verts, ou investissement socialement responsable (ISR). Comment devons-nous les considérer ? La stratégie des fonds ISR consiste le plus souvent à investir dans la construction d'immeubles neufs correspondant aux standards environnementaux les plus élevés. D'autres fonds ISR sélectionnent les immeubles verts loués à des locataires verts. Ces deux approches soulèvent des questions tant du point de vue de l'investissement que du point de vue environnemental.

Si l'on considère les fonds ISR du point de vue de l'investisseur, nous savons que la construction est une activité risquée, qui ne délivre de performance que si l'investissement est mené efficacement en termes de coûts et dans la première phase d'un cycle immobilier. Construire des immeubles verts n'est donc viable, de ce point de vue, que par inadvertance. S'il faut construire, ce devrait donc être de la manière la plus « verte » possible – mais dans l'ensemble de ce qui est viable économiquement.

Si l'on considère maintenant les fonds ISR du point de vue environnemental, il est clair que, sur le long terme, les constructions vertes assurent en général une réduction des émissions de dioxyde de carbone ; cependant, à court terme, ce n'est pas le cas. Force est de reconnaître que les niveaux d'énergie et des ressources utilisés pour construire créent des « dettes » environnementales qui subsisteront jusqu'à ce qu'elles soient compensées par les économies d'énergie des nouveaux immeubles, ce qui peut prendre un temps considérable. Ce sera d'autant plus le cas si la construction nécessite la démolition et le remplacement d'un bâtiment existant. Certes, les nouvelles constructions doivent être « vertes », mais cela ne semble pas être une base sûre pour un fonds responsable.

Les fonds ISR qui opèrent par sélection des immeubles posent aussi des problèmes. Les actifs verts sont en nombre limité, et la plupart d'entre eux sont des immeubles résidentiels ou des bureaux occupés par des services publics ou des entreprises multinationales. Les fonds ISR « sélectifs » se concentrent sur l'exclusion des immeubles « moins durables » et l'inclusion des immeubles « plus durables ». Une telle approche de l'investissement limite naturellement la capacité d'allocation tactique des actifs par le gestionnaire. Ainsi, des opportunités d'investissement peuvent être manquées et les performances peuvent s'en ressentir. Par exemple, un fonds qui ne détient

1. P. Eichholtz, N. Kok & J. Quigley, *Doing well by doing good? An analysis of the financial performance of green office buildings in the USA*, Royal Institution of Chartered Surveyors, Londres, 2009.

2. Unep FI Property Working Group, *Responsible Property Investing: What the Leaders are doing*, Unepfi CEO Briefing, 2007. À visiter : [www.unepfi.org/publications/property](http://www.unepfi.org/publications/property).

que des immeubles résidentiels et de bureaux peut sous-performer les actifs de commerce et d'industrie, d'où des problèmes d'investissement liés à cette approche.

Du point de vue environnemental, des problèmes se posent également. Par exemple, est-il bien responsable de se concentrer sur les actifs déjà verts, ou aussi verts qu'ils peuvent être, au détriment de l'amélioration des bâtiments existants ? Ce type de stratégie est rationnel du point de vue de l'investisseur, mais ne contribue pas directement à résoudre les problèmes environnementaux. Elle ne peut alors pas être qualifiée de « responsable ».

Cela nous amène à la conclusion qu'un fonds vraiment responsable serait un fonds qui s'engage activement dans la mise aux normes des actifs existants. Ce type d'engagement peut être pris avec les locataires – en travaillant avec eux et en les encourageant à adopter des pratiques plus responsables dans l'occupation et l'utilisation des immeubles – et avec le propriétaire pour introduire des baux verts qui obligent les uns et les autres à se comporter de façon responsable. Cette approche peut être appliquée à un vaste éventail d'immeubles déjà présents dans le portefeuille, de sorte qu'elle ne restreint pas les gestionnaires du fonds dans leur processus d'investissement. Ainsi, l'approche visant à améliorer l'existant est en accord tant avec la perspective de l'investisseur qu'avec la perspective environnementale.

### Préparer l'avenir

Il y a donc de bonnes raisons de penser que, pendant la décennie à venir, les décisions d'investissement immobilier et d'occupation des immeubles seront de plus en plus influencées par les questions environnementales et par le changement climatique. Ceci se traduira, dans le même temps, par une évolution différenciée de la valeur et de la performance des actifs en fonction de leur adaptation ou non à l'écologie et à la durabilité.

Pour leurs nouveaux investissements, les gérants de fonds n'ont pas le choix : ils doivent assimiler cette logique et mesurer ses conséquences sur la valeur des immeubles. Ils devront faire preuve d'anticipation aussi longtemps que le prix des biens mis sur le marché n'aura pas été corrigé pour tenir compte de leur exposition au risque climatique.

Pour les actifs de moindre qualité écologique détenus en portefeuille, un comportement « responsable » consisterait, de la part des propriétaires, à prendre des mesures d'amélioration afin de les préparer pour le marché à venir, plus respectueux de l'environnement. Ils en retireront des rendements plus sûrs et plus élevés.