

2 L'ACTIVITÉ DES FONDS IMMOBILIERS DOMICILIÉS AU LUXEMBOURG¹

Les fonds immobiliers sont des fonds d'investissement alternatifs qui investissent principalement dans des actifs immobiliers, que ce soient des appartements, des immeubles de bureaux, des centres commerciaux, des plateformes logistiques, des hôtels, des maisons de retraite, des hôpitaux ou encore des résidences étudiantes.

Les investisseurs qui achètent des parts dans ces fonds bénéficient d'un accès à un portefeuille diversifié d'actifs immobiliers qui leur procure des rendements relativement stables et faiblement corrélés avec les classes d'actifs traditionnels comme les actions et les obligations. Le rendement de ces fonds, qui est généralement déterminé par les flux de revenus locatifs ainsi que par l'évolution des prix sur le marché de l'immobilier, est devenu d'autant plus attractif au cours de la dernière décennie. En effet, en raison du niveau historiquement bas des taux d'intérêt, les investisseurs ont procédé à des réallocations de portefeuille vers des classes d'actifs alternatifs qui se sont également traduites par des entrées nettes de capitaux dans les fonds immobiliers.

Depuis la crise financière mondiale de 2007-2008, l'activité des fonds immobiliers a connu un développement important. Ces intermédiaires financiers non bancaires ont joué un rôle croissant dans le financement du marché immobilier. Selon une publication récente de la Banque centrale européenne (BCE), ces fonds représenteraient désormais 40 % de la valeur de l'immobilier commercial dans la zone euro².

D'après les chiffres de la Banque centrale du Luxembourg (BCL), la place financière du Grand-Duché comptait 715 compartiments avec une politique d'investissement immobilier à la fin de l'année 2022, pour une valeur nette d'inventaire (VNI) de 253 milliards d'euros. Pour cette période de référence, les fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg représentaient 24,3 % de l'encours des actifs sous gestion de l'ensemble des fonds immobiliers de la zone euro.

L'objectif de cette étude est d'apporter un éclairage sur l'activité des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg. Les données utilisées proviennent principalement de la collecte statistique de la BCL et sont complétées, le cas échéant, par les informations obtenues à partir des rapports annuels du Registre de Commerce et des Sociétés (RCS) et des sites Internet des promoteurs de fonds. La première section décrit le cadre réglementaire des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg. La deuxième section présente les statistiques relatives à leurs caractéristiques du point de vue de la distribution des parts, de l'allocation de portefeuille et de la composition du bilan. La troisième section se focalise sur les déterminants de leur activité, en proposant une analyse économétrique de la sensibilité de la VNI aux fluctuations du prix de l'immobilier et aux changements de l'environnement économique et monétaire. Enfin, la dernière section conclut.

2.1 CADRE RÉGLEMENTAIRE ET CHAMP DE L'ÉTUDE

Dans le cadre de cette analyse, le périmètre des « fonds immobiliers » renvoie aux fonds qui investissent principalement dans des actifs immobiliers, que ce soit de manière directe, *via* la détention et la gestion de biens immobiliers, ou de manière indirecte, *via* la détention de parts émises par des fonds

1 Cette analyse a été rédigée par Christophe Kieffer et Romuald Morhs du département Statistiques. Les auteurs remercient Julien Ciccone, Paolo Guarda, Roland Nockels et Germain Stammel pour leur contribution à cette étude. Les vues exprimées dans cette partie sont exclusivement celles des auteurs et n'engagent aucunement la BCL ou l'Eurosystème.

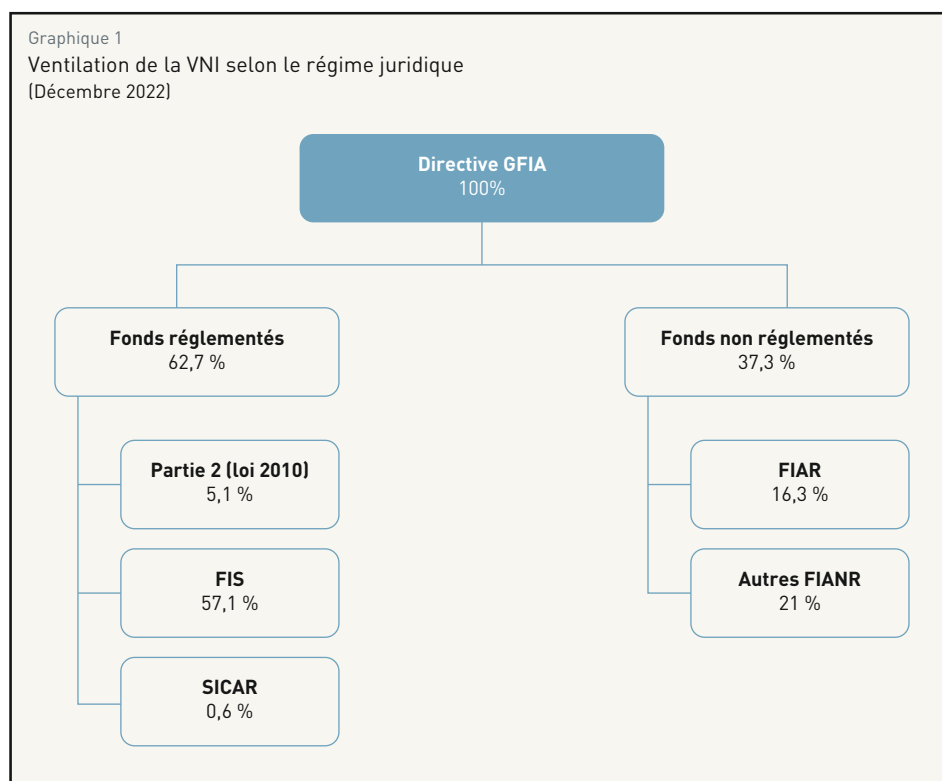
2 Daly P., Dekker L., O'Sullivan S., Ryan E. et Wedow M. « *The growing role of investment funds in the euro area real estate markets: risks and policy considerations* », Macroprudential Bulletin, BCE, 2023.

immobiliers (*fonds de fonds immobiliers*), conformément à la définition du manuel sur les fonds d'investissement de la BCE³. Les fonds qui détiennent des expositions sur le marché immobilier à travers des investissements dans des actions de sociétés immobilières cotées en bourse (*Real Estate Investment Trusts*, REITs) ou dans des crédits et dettes privées adossés à des projets immobiliers ne sont pas inclus dans le périmètre de cette étude.

De manière générale, les fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg sont encadrés par la directive européenne sur les gestionnaires de fonds alternatifs (GFIA), qui a été transposée en droit luxembourgeois par la loi du 12 juillet 2013. Cette directive définit un cadre réglementaire harmonisé pour les fonds d'investissement alternatifs commercialisés dans l'Union européenne (UE). Les fonds d'investissement qui opèrent sous la directive GFIA sont destinés à des investisseurs avertis, c'est-à-dire à des investisseurs qui possèdent les connaissances et l'expérience nécessaires pour évaluer de manière adéquate les risques sous-jacents de leurs placements.

Du point de vue de la collecte statistique, la BCL établit une distinction entre les fonds alternatifs réglementés et les fonds alternatifs non réglementés. Les fonds réglementés sont enregistrés sous la partie 2 de la loi de 2010 sur les Organismes de Placement Collectif (OPC), la loi sur les Fonds d'Investissement Spécialisés (FIS) ou la loi sur les Sociétés d'Investissement en Capital à Risque (SICAR). Ces fonds doivent obtenir un agrément de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) pour être mis sur le marché, et leur activité est directement supervisée par la CSSF.

Les fonds d'investissement alternatifs non réglementés (FIANR) sont définis par la CSSF comme des fonds d'investissement alternatifs qui ne font pas l'objet d'un agrément préalable et/ou d'une supervision prudentielle par une autorité de surveillance (circulaire CSSF 15/612). Ces fonds sont toutefois réglementés et supervisés de manière indirecte par le biais de leur gestionnaire de fonds alternatifs qui peut être domicilié au Luxembourg ou dans un autre État membre de l'UE. Cette catégorie englobe les Fonds d'Investissement Alternatifs Réservés (FIAR) et les fonds d'investissement alternatifs enregistrés sous la loi relative aux sociétés commerciales (Autres FIANR)⁴.



Sources : BCL, CSSF

3 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/manualinvestmentfundstatistics201712.en.pdf>

4 Pour plus de détails, voir l'encadré 2 du Bulletin BCL 2021/1 « Les Fonds d'investissement alternatifs non réglementés », pp. 54-57.

Le graphique 1 illustre la ventilation de la VNI des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg par régime juridique au 31 décembre 2022.

Avec un encours d'actifs sous gestion de 145 milliards d'euros, les FIS représentent 57,1 % de l'ensemble de l'activité des fonds immobiliers, suivis par les Autres FIANR (21 %) et les FIAR (16,3 %). Depuis l'introduction de la collecte statistique de la BCL sur les FIANR, la part de ces derniers a significativement augmenté. Entre septembre 2018 et décembre 2022, leur part est en effet passée de 13,5 % à 37,3 % de l'ensemble de l'activité des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg.

2.2 ANALYSE DESCRIPTIVE DE L'ACTIVITÉ DES FONDS IMMOBILIERS

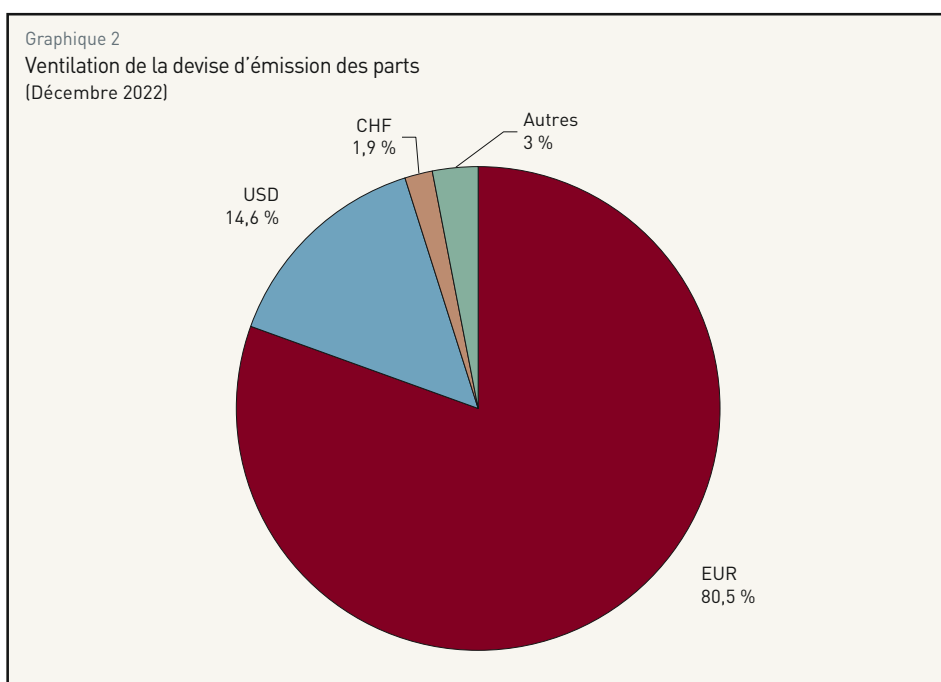
Du point de vue de l'origine géographique des promoteurs, les pays les plus représentés au Luxembourg à la fin de l'année 2022 étaient, par ordre d'importance, les États-Unis, le Royaume-Uni et l'Allemagne. Les sociétés de gestion de ces pays totalisaient à elles seules 69,7 % du montant des parts émises par les fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg.

Tableau 1 :

Ventilation des actifs sous gestion selon la nationalité du promoteur
(Encours en fin de période, millions d'euros, décembre 2022)

Nationalité Actifs sous gestion	États-Unis 77 080	Royaume-Uni 52 409	Allemagne 47 281	Luxembourg 15 480	Suisse 11 924	France 11 406
Nationalité Actifs sous gestion	Pays-Bas 7 093	Italie 5 847	Singapour 4 725	Danemark 4 384	Suède 2 738	Autres pays 12 217

Sources : BCL, CSSF



Sources : BCL, BCE

Selon l'enquête de l'Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement (ALFI), « *Luxembourg Real Estate Investment Funds 2022* », les fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg sont essentiellement distribués à des investisseurs européens⁵. La ventilation des devises d'émission des parts suggère également que ces fonds s'adressent davantage à une clientèle régionale. En effet, d'après les chiffres du graphique 2, 80,5 % du montant des parts distribuées par ces fonds était libellé en euro à la fin de l'année 2022, contre seulement 14,6 % en dollars américains.

⁵ L'enquête de l'ALFI inclut 621 fonds immobiliers pour un actif net sous gestion de 131 milliards d'euros au troisième trimestre de 2022. Les fonds de fonds ne sont pas pris en compte dans cette enquête.

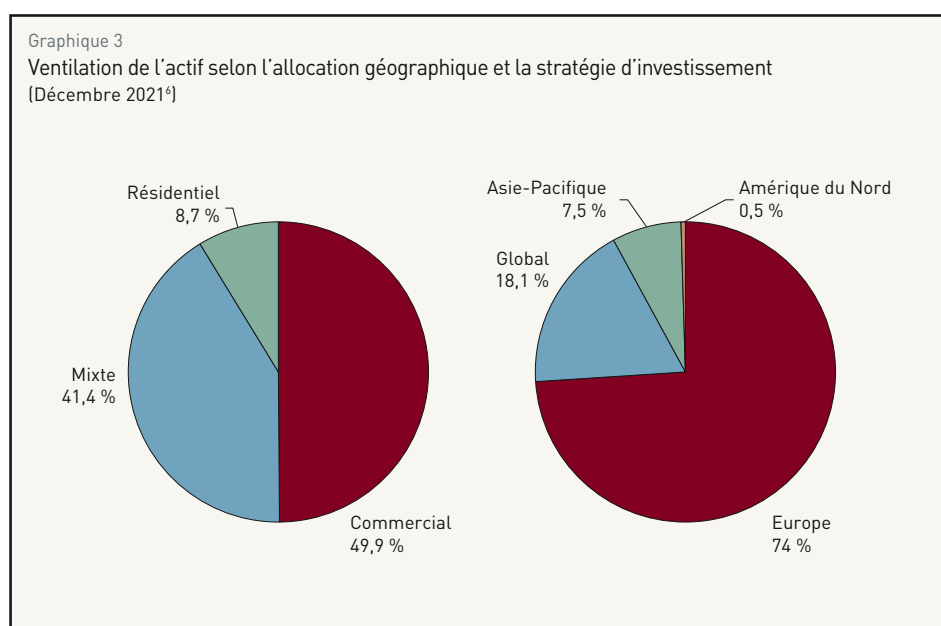
Le graphique 3 présente la ventilation de la VNI des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg selon leur stratégie d'investissement et l'allocation géographique de leur portefeuille. Selon les informations obtenues à partir des rapports annuels du RCS et des sites Internet des promoteurs de fonds, l'activité des fonds domiciliés au Luxembourg est davantage orientée sur le marché de l'immobilier commercial en Europe.

Plus spécifiquement, près de la moitié de l'encours des actifs sous gestion est intégralement investi dans de l'immobilier commercial, principalement dans le secteur de la logistique et des bureaux. Les compartiments qui proposent une stratégie d'investissement mixte,

avec en général une très forte pondération d'immobilier commercial, totalisent 41,4 % de l'ensemble de l'activité des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg. Les montants investis par les fonds qui se focalisent exclusivement sur l'immobilier résidentiel sont quant à eux relativement moins importants.

En ce qui concerne l'allocation géographique, 74 % des investissements réalisés sont concentrés sur le marché européen, y compris le Royaume-Uni. La région Asie-Pacifique et l'Amérique du Nord représentent respectivement 7,5 % et 0,5 % du portefeuille d'actifs immobiliers, tandis que 18,1 % de l'activité des fonds repose sur des stratégies d'investissement plus globales. D'après les informations collectées dans le cadre de cette analyse, l'exposition de l'ensemble des fonds au marché immobilier luxembourgeois est assez marginale, aux alentours de 1 % de leur actif total à la fin de l'année 2021⁷.

Le tableau suivant présente la structure du bilan agrégé des fonds immobiliers pour le Luxembourg et le reste de la zone euro.



Sources : BCL, RCS

6 Les chiffres de ces graphiques sont principalement basés sur les informations extraites des rapports annuels de 2021 publiés au RCS. L'échantillon analysé couvre 300 compartiments qui représentent près de 80 % de l'actif net sous gestion des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg.

7 Ce chiffre doit être interprété avec précaution dans la mesure où les informations recueillies ne sont pas exhaustives. La base de données de la BCL ne permet pas de connaître précisément l'exposition géographique des actifs immobiliers, car les fonds utilisent généralement des sociétés de participations financières (SOPARFIs) pour structurer leurs investissements. D'un point de vue méthodologique, la collecte statistique est basée sur le principe de la contrepartie directe, et non sur la base des comptes consolidés, ce qui implique que les déclarants rapportent uniquement à la BCL les positions en créances et détentions de titres sur ces SOPARFIs (voir infra.).

Tableau 2 :

Le bilan agrégé des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg et dans le reste de la zone euro

(Encours en fin de période, millions d'euros, décembre 2022)

Actif	Luxembourg	(% du total)	Zone euro (hors Luxembourg)	(% du total)
Dépôts et créances	78 364	26,5%	95 263	9,8%
<i>dont créances sur AIFs¹</i>	64 942	22,0%	-	-
Titres de créance	15 013	5,1%	10 759	1,1%
Actions et autres participations	151 140	51,2%	289 663	29,7%
<i>dont parts d'OPC²</i>	53 634	18,2%	79 743	8,2%
Actifs non-financiers	28 739	9,7%	532 141	54,6%
Autres actifs et instruments financiers dérivés	22 072	7,5%	46 228	4,7%
Total de l'actif	295 328	100,0%	974 054	100,0%
Passif				
Emprunts	20 127	6,8%	136 672	14,0%
Parts émises	252 584	85,5%	786 783	80,8%
Autres passifs et instruments financiers dérivés	22 617	7,7%	50 599	5,2%
Total du passif	295 328	100,0%	974 054	100,0%

Source : BCL

- 1 Autres Intermédiaires Financiers
- 2 Organismes de Placement Collectif

La composition de l'actif des fonds domiciliés au Luxembourg diffère considérablement de celle des fonds domiciliés dans le reste de la zone euro. Les actifs non financiers représentent en effet plus de la moitié de l'actif des fonds dans le reste de la zone euro, contre seulement 9,7 % de l'actif des fonds luxembourgeois.

Le Luxembourg se distingue également par des montants relativement plus élevés pour les rubriques « dépôts et créances » (26,5 % contre 9,8 %) et « actions et autres participations » (51,2 % contre 29,7 %). Cette spécificité dans la structure du bilan des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg s'explique par l'utilisation des sociétés de participations financières (SOPARFIs) pour structurer leurs investissements.

De même, avec un encours de 53,6 milliards d'euros, la proportion de parts d'OPC dans le bilan agrégé des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg est significativement supérieure à celle des fonds immobiliers domiciliés dans le reste de la zone euro. Ces montants relativement plus élevés reflètent non seulement la politique d'investissement des fonds de fonds immobiliers, mais également l'existence de structures maîtres-nourriciers⁸.

Enfin, à l'instar du reste de la zone euro, le passif est essentiellement composé de parts souscrites par les investisseurs. Le levier d'endettement des fonds domiciliés au Luxembourg, qui s'élève à 14,5 %, est relativement plus faible que celui des fonds domiciliés dans le reste de la zone euro (19,2 %)⁹. Cet

⁸ Dans le cadre d'une structure maître-nourricier, la quasi-totalité des actifs perçus par le fonds nourricier est investie dans un autre fonds, qualifié de fonds maître.

⁹ Le levier d'endettement est calculé comme la différence entre l'actif total et le montant des parts émises rapporté à l'actif total des fonds.

indicateur, qui est calculé sur la base du bilan statistique non consolidé, est cependant biaisé, puisqu'il ne prend pas en compte les emprunts réalisés à travers les sociétés affiliées du groupe.

2.3 LES DÉTERMINANTS DE LA VNI DES FONDS IMMOBILIERS

Le graphique 4 décrit l'évolution de la VNI et des émissions nettes de parts des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg depuis la fin de l'année 2008, date à partir de laquelle la classification des fonds selon la politique d'investissement définie par la BCE a été mise en place par la BCL.

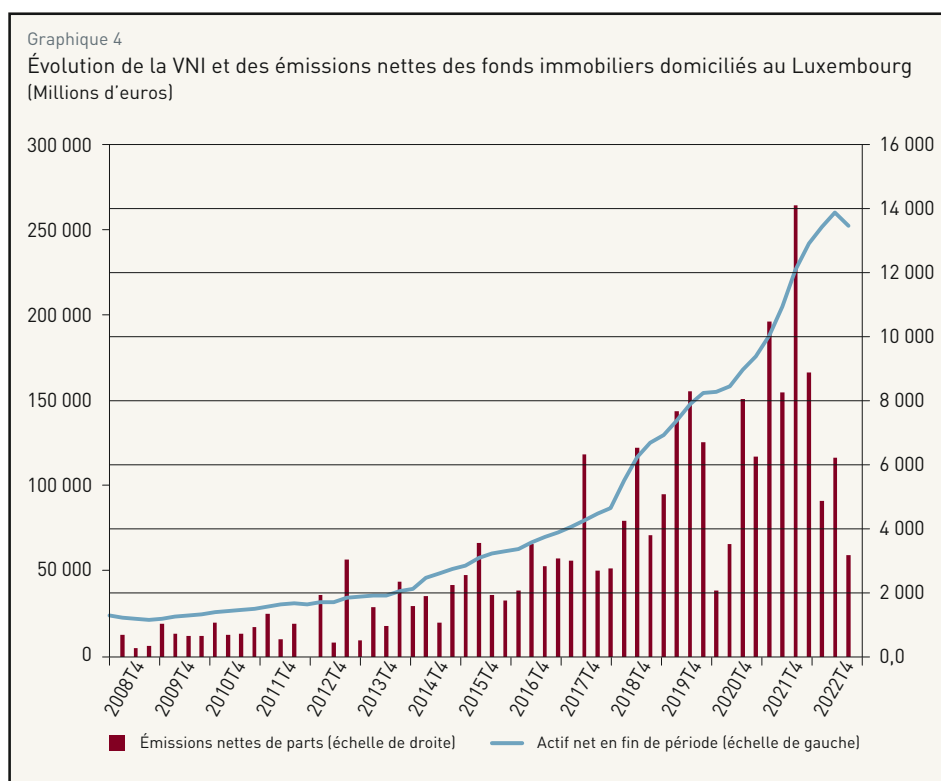
Depuis la fin de l'année 2008, les actifs sous gestion des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg ont connu un taux de croissance annuel moyen de 18,9 % pour atteindre un encours de 253 milliards d'euros à la fin de l'année 2022.

Cette évolution a certes été favorisée par les effets de revalorisation engendrés par l'évolution des prix de l'immobilier, mais également et surtout par le dynamisme des émissions nettes de parts. Depuis l'introduction de la collecte statistique sur les FIANR en septembre 2018, les émissions nettes de parts se sont élevées à 114 milliards d'euros et le nombre de compartiments domiciliés au Luxembourg a pratiquement doublé pour s'établir à 715 unités à la fin du mois de décembre 2022.

2.3.1 Le contexte macroéconomique

Le graphique 5 présente les évolutions des indices de prix de l'immobilier résidentiel et commercial dans l'UE entre la fin de l'année 2008 et la fin de l'année 2022¹⁰. L'indice de performance des fonds immobiliers européens non cotés publié par l'INREV (*European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles*) est également présenté dans ce graphique.

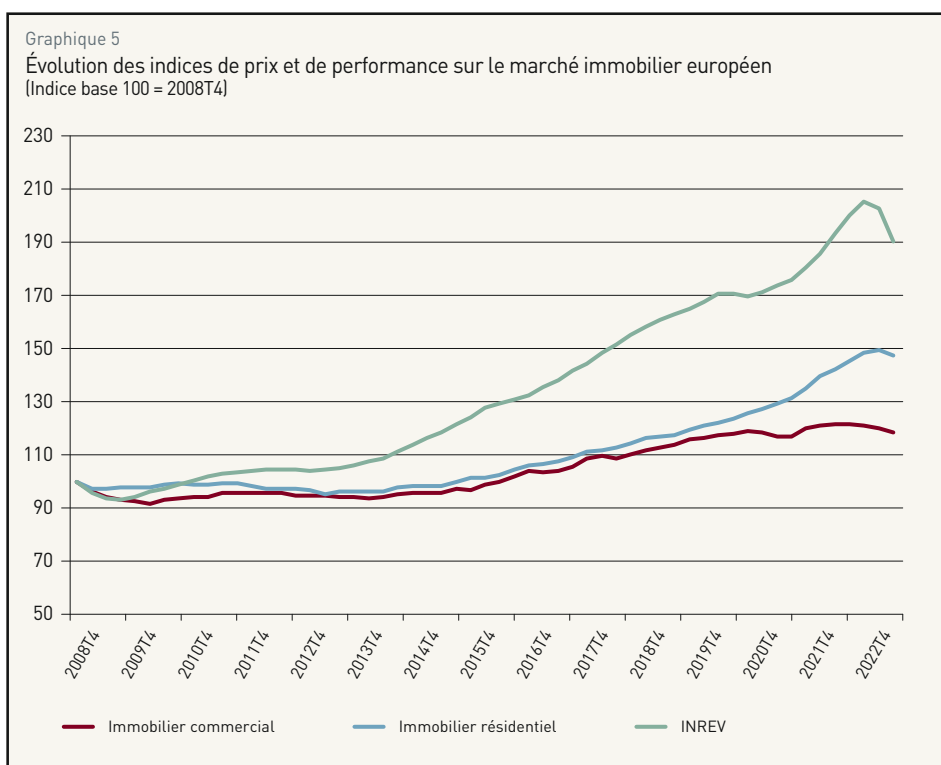
Après la crise financière mondiale de 2007-2008, les prix de l'immobilier sont restés relativement stables, avant de connaître une progression rapide dans la deuxième moitié de la dernière décennie. Le lancement du programme d'assouplissement quantitatif par la BCE en janvier 2015 s'est traduit par une baisse des taux d'intérêt de long terme à un niveau historiquement bas, ce qui a soutenu le marché



Sources : BCL, CSSF

¹⁰ Ces indices de prix, qui correspondent aux séries RESR.Q.B0._T.N._TR.TVAL.4D0.TB.N.IX et RESC.Q.B6._T.N._TC.TVAL.4F0.TH.N.IX publiées par la BCE dans le Statistical Data Warehouse (SDW), ne sont pas basés sur des données harmonisées. En outre, la construction de ces indices repose sur des différences méthodologiques. Alors que l'indice des prix de l'immobilier résidentiel est principalement basé sur des données de transactions, celui des prix de l'immobilier commercial est principalement basé sur des données de valorisation collectées par la société MSCI (www.msci.com).

Graphique 5
Évolution des indices de prix et de performance sur le marché immobilier européen
(Indice base 100 = 2008T4)



Sources : BCL, INREV

immobilier à travers, d'une part, les développements de crédits, et d'autre part, une réallocation de portefeuille vers des placements alternatifs.

À partir de mars 2020, la hausse du prix de l'immobilier résidentiel a accéléré alors que celle du prix de l'immobilier commercial a marqué une pause, ce qui s'est traduit par un découplage dans l'évolution des deux indices de prix. Au cours de cette période, l'évolution de l'indice INREV et de la VNI des fonds domiciliés au Luxembourg a davantage été en ligne avec l'évolution de l'indice du prix de l'immobilier résidentiel.

La normalisation de la politique monétaire par la BCE et la remontée des taux d'intérêt de long terme à partir de 2022 ont significativement affecté le marché de l'immobilier résidentiel, qui a

connu un point de retournement lors du dernier trimestre de l'année. Cette évolution s'est accompagnée d'une baisse de la VNI des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg en fin de période. L'indice INREV a également affiché un rendement négatif trimestriel de respectivement -1,3 % et -6,2 % au cours des troisième et quatrième trimestres de 2022.

2.3.2 Les résultats de l'analyse économétrique

Le tableau suivant présente les résultats de plusieurs modèles économétriques visant à expliquer la dynamique du taux de croissance de la VNI des fonds domiciliés au Luxembourg. Le pouvoir explicatif des différents modèles est comparé à partir des indicateurs obtenus en échantillon (R^2 ajusté) et hors échantillon (erreur moyenne de prévision et RMSE)¹¹.

11 L'erreur moyenne de prévision et le RMSE sont calculés à partir d'un échantillon restreint de quatre observations (voir infra.), ce qui limite la pertinence de cet indicateur comme critère de sélection du modèle. Toutefois, l'intérêt de cet exercice est avant tout de mettre en avant les qualités prévisionnelles des différents modèles dans le cadre des évolutions macroéconomiques survenues au cours de l'année 2022.

Tableau 3:

Résultats de l'analyse économétrique

	(1)	(2)	(3)
Constante	0,017*** (0,004)	0,017*** (0,005)	0,008*** (0,004)
INREV	1,342*** (0,178)	-	-
Immobilier résidentiel	-	1,827*** (0,310)	-
PIB réel	-	-	0,496*** (0,031)
M3	-	-	1,778*** (0,252)
Taux d'intérêt à 10 ans _{t-1}	-	-	-0,022*** (0,007)
Taux d'intérêt à 10 ans _{t-3}	-	-	-0,025*** (0,004)
Taux d'intérêt à 10 ans _{t-6}	-	-	-0,013*** (0,007)
R ² ajusté	76,4%	64,6%	73,4%
Erreur moyenne de prévision	-1,36 p.p.	1,44 p.p.	0,85 p.p.
RMSE	2,65%	2,88%	1,72%
Nombre d'observations	56	56	50

Source : calculs BCL

Note : Les modèles sont estimés avec des données trimestrielles qui couvrent la période 2009T1 à 2022T4. La variable dépendante est le taux de croissance trimestriel de la VNI des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg. Les variables explicatives correspondent au rendement trimestriel de l'indice des fonds immobiliers européens non cotés (INREV), au taux de croissance trimestriel du prix de l'immobilier résidentiel dans l'UE (Immobilier résidentiel), au taux de croissance à un an du PIB réel de la zone euro (PIB réel), au taux de croissance trimestriel de l'agrégat monétaire M3 (M3), et à la variation trimestrielle en points de pourcentage du taux d'intérêt des obligations d'État à 10 ans de la zone euro (Taux d'intérêt à 10 ans) en t-1, t-3 et t-6. Les modèles incluent une constante et trois variables muettes pour les trimestres 2014T4, 2018T3, 2018T4, ainsi qu'une variable saisonnière pour le dernier trimestre de chaque année. Les variables muettes permettent de prendre en compte les effets, d'une part, de la reclassification de la politique d'investissement des fonds domiciliés au Luxembourg effectuée en décembre 2014, et d'autre part, de l'introduction des FIANR dans la collecte statistique de la BCL à partir du troisième trimestre de 2018. ***, ** et * indiquent la significativité des coefficients aux seuils statistiques de 1 %, 5 % et 10 %. L'erreur moyenne de prévision et le RMSE (Root mean squared error) mesurent respectivement l'écart moyen et la racine carrée de l'écart quadratique moyen entre les valeurs de prévision et les valeurs réelles pour les quatre trimestres de 2022.

Le modèle (1), qui utilise comme indice de référence la performance nette des fonds immobiliers européens non cotés, explique 76,4 % de la variabilité du taux de croissance de la VNI sur l'ensemble de la période considérée. Les résultats économétriques suggèrent que l'activité des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg augmente de 1,34 % lorsque le rendement de l'indice INREV est de 1 %. Ce modèle débouche sur des résultats hors échantillon satisfaisants, mais, contrairement aux deux autres modèles, le modèle (1) a sous-estimé l'évolution de la VNI au cours de l'année 2022.

Le modèle (2) permet d'analyser la sensibilité de l'activité des fonds à l'évolution du marché immobilier de l'UE. La variable dépendante est régressée sur le taux de croissance du prix de l'immobilier résidentiel dans l'UE, considéré comme un meilleur indicateur que l'indice du prix de l'immobilier commercial pour mesurer l'évolution du prix des actifs immobiliers du portefeuille des fonds¹². Une hausse de 1 % des prix de l'immobilier résidentiel dans l'UE se traduit par une hausse de la VNI des fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg de 1,83 %. Le pouvoir explicatif de ce modèle est plus faible que

12 La régression du taux de croissance de la VNI sur le taux de croissance du prix de l'immobilier commercial dans l'UE débouche sur des résultats moins satisfaisants, avec un R² ajusté de 55 %. Le coefficient associé, qui est également statistiquement significatif au seuil de 1 %, suggère une hausse de la VNI de 1,23 % lorsque le prix de l'immobilier commercial dans l'UE augmente de 1 %.

celui du modèle (1), avec un R2 ajusté de 64,6 %. La prévision obtenue pour le dernier trimestre de 2022 est de 2,6 %, contre une valeur effective de -2,9 %.

Enfin, le modèle (3) s'attache à mesurer la sensibilité de l'activité des fonds immobiliers aux conditions macroéconomiques et aux changements de politique monétaire¹³. Les variables explicatives incluent le taux de croissance à un an du PIB réel de la zone euro, le taux de croissance trimestriel de l'agrégat monétaire M3 et la variation trimestrielle en points de pourcentage du taux des obligations d'État à 10 ans de la zone euro avec un décalage d'un trimestre, de trois trimestres et de six trimestres¹⁴. En moyenne, ces résultats suggèrent qu'une variation d'un point de pourcentage des taux d'intérêt à long terme se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une baisse cumulée de la VNI des fonds immobiliers de -6,0 % sur un horizon de six trimestres¹⁵. Le pouvoir explicatif de ce modèle est légèrement plus faible que celui du modèle basé sur l'indice INREV, avec un R² ajusté de 73,4 %. Cependant, ses qualités prévisionnelles sont supérieures. L'erreur moyenne pour une prévision à un trimestre (*Erreur moyenne de prévision*) est de 0,9 point de pourcentage (p.p.). La racine carrée de l'erreur quadratique moyenne (*RMSE*) est de 1,7 %, pour une moyenne et un écart type de la variable dépendante de respectivement 4,2 % et 3,9 % sur l'ensemble de la période.

2.4 CONCLUSION

Avec un encours de 253 milliards d'euros à la fin de l'année 2022, les fonds immobiliers domiciliés au Luxembourg représentent près d'un quart de l'activité de l'ensemble des fonds immobiliers domiciliés dans la zone euro.

Contrairement aux Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM), qui affichent un degré élevé d'internationalisation tant du point de vue de leur actif que de leur passif¹⁶, les fonds immobiliers se caractérisent par un biais régional important. Les émissions de parts sont principalement libellées en euros et distribuées à des investisseurs européens. En outre, au niveau de leur allocation de portefeuille, la stratégie de ces fonds est davantage orientée vers l'immobilier commercial en Europe. L'exposition au marché luxembourgeois est, d'après les informations collectées dans le cadre de cette étude, relativement marginale.

13 Pour des analyses économétriques portant sur des modèles à facteurs de risque appliqués aux fonds immobiliers européens non cotés, voir également F. Fuerst et G.A. Matysiak (2013) « *Analyzing the performance of non-listed real estate funds: a panel analysis* », *Applied Economics*, vol. 45(14), pp. 1777-1788, et J.-C. Delfim et M. Hoesli (2016) « *Risk factors of European non-listed real estate fund returns* », *Research Paper Series*, n° 16-37, Swiss Finance Institute.

14 Ces décalages, qui permettent de prendre en considération les délais de transmission de la politique monétaire, ont été sélectionnés à partir d'une méthode descendante (*backward stepwise selection*) appliquée sur un modèle de départ comportant huit décalages.

15 Voir N. Battistini, J. Gareis et M. Roma (2022) « *The impact of rising mortgage rates on the euro area housing market* », *ECB Economic Bulletin*, 06/2022. Ces auteurs mettent en avant la non-linéarité de l'impact des changements de taux d'intérêt sur les variations de prix immobilier lorsque les hausses de taux surviennent dans un environnement de faibles taux d'intérêt. Selon leurs estimations, une hausse d'un point de pourcentage des taux d'intérêt sur les crédits immobiliers engendre une baisse de -9 % des prix immobiliers sur un horizon de deux ans dans un modèle non linéaire, contre une baisse de -5 % dans un modèle linéaire.

16 Voir à ce sujet le Cahier d'études BCL n° 151 « *The flow-performance relationship of global investment funds* », et l'étude BCL sur « *La distribution des parts d'organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) domiciliés au Luxembourg* » (<https://www.bcl.lu/fr/Recherche/publications/technicalpapers/index.html>).

Après avoir connu une évolution rapide au cours de la dernière décennie, l'activité de ces fonds a légèrement diminué en fin de période (-2,9 % en 2022T4) dans un contexte macroéconomique marqué par la remontée des taux d'intérêt et le retournement de cycle sur le marché immobilier¹⁷. D'après les données de mars 2023, la VNI s'est cependant stabilisée à son niveau de fin décembre 2022, une évolution en ligne avec celle de l'indice INREV, qui affiche un rendement net trimestriel de -1 % pour le premier trimestre de 2023, contre -6,2 % pour le dernier trimestre de 2022. Eu égard aux résultats de notre analyse économétrique, les hausses des taux d'intérêt de long terme en 2022 devraient toutefois continuer de peser sur l'évolution de l'activité des fonds immobiliers au cours des prochains trimestres.

¹⁷ Voir à ce sujet l'analyse récente de la BCE sur l'évolution des prix de l'immobilier dans la zone euro, BCE (2023) « *Financial Stability Review* », mai 2023.