

Convictions et Stratégies

Dans un contexte économique et financier européen incertain, l'immobilier émerge comme une classe d'actifs relativement épargnée des turbulences du moment. De fait, la classe d'actifs immobilière offre des caractéristiques traditionnelles actuellement particulièrement valorisées, à savoir une **décorrélation à court terme par rapport aux valeurs mobilières, une protection partielle contre le risque inflationniste et des rendements réels récurrents**. La chute des rendements des obligations d'État a permis par ailleurs la recomposition de la prime de risque immobilière à des niveaux attractifs. Dans cet environnement, l'immobilier français et européen s'attire l'intérêt marqué des grands investisseurs institutionnels comme des plus petits acteurs. Toutefois, il est à noter que c'est principalement la composante « refuge » de l'immobilier qui est actuellement prisée d'investisseurs très adverses au risque, ce qui dessine un marché déséquilibré.

Nous considérons que la **reprise cyclique, en phase d'amorçage sur le marché de l'immobilier français, permet une réappréciation du risque immobilier et offre de nouvelles opportunités de valorisation des actifs**. Toutefois, la fragilité de la situation macroéconomique laisse subsister de nombreuses zones de risque. Dans le cadre de la gestion active de nos fonds existants ainsi que de nos réflexions permanentes sur l'évolution à moyen-terme des marchés, nos convictions sont les suivantes :

1. **La baisse significative et rapide des taux de rendement immobiliers sur les actifs sécurisés est justifiée** par le positionnement des investisseurs à long terme recherchant une prime de risque significative par rapport aux autres classes d'actifs et par le point bas atteint par les loyers.
2. L'immobilier de **commerce**, considéré par les investisseurs comme le segment le plus sécurisé en 2009, propose une dichotomie très marquée entre les actifs « prime », dont le

rendement est très faible et **les actifs secondaires, qui seront fragilisés par l'atonie prévue de la consommation des ménages**. Nous recommandons une analyse approfondie de la qualité commerciale des emplacements et de la solidité de la signature des enseignes.

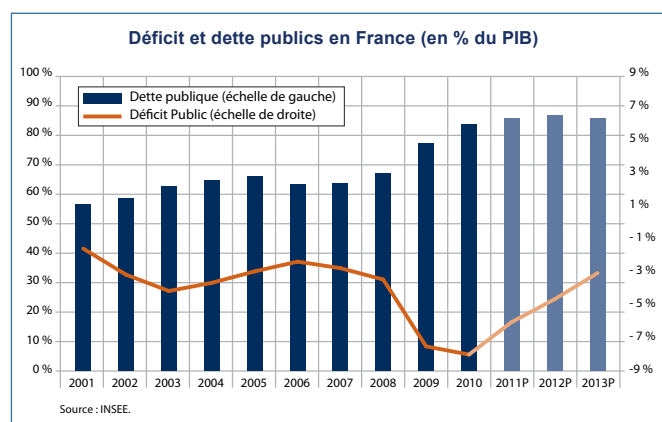
3. Sur le segment des bureaux, la sortie du creux de cycle, combinée au gel du lancement de nouveaux programmes, laisse présager, dès 2012, **la concomitance d'une pénurie localisée de surfaces neuves répondant aux nouvelles normes environnementales** et d'une surcapacité en bureaux de seconde main. Dans cette perspective, nous considérons que **la période est propice à une stratégie d'acquisition ou de développement de bureaux neufs, ou encore de rénovation de bureaux en voie d'obsolescence**. Toutefois, nous considérons également que le segment des immeubles plus anciens mais situés dans les zones tertiaires les plus établies offre des opportunités de placement sécurisé à des taux de rendement améliorés.
4. Le segment du logement semble retrouver un certain dynamisme après une année 2009 principalement soutenue, dans le neuf par le dispositif fiscal Scellier. En 2010, la stabilité, voire la progression des prix des appartements anciens dans les zones en situation de pénurie, comme Paris et certaines zones d'Ile de France, laisse percevoir **un gisement de création de valeur dans des opérations d'acquisition en bloc et de revente à l'unité des appartements**.
5. Compte tenu de l'hétérogénéité des marchés immobiliers européens et de la divergence dans le rythme de leur reprise, **une diversification internationale judicieuse est en mesure de réduire efficacement le risque d'un portefeuille immobilier**, tout en ouvrant des perspectives de valorisation.

L'immobilier dans son contexte économique et financier

L'immobilier dans son environnement économique

Alors que la reprise économique est à peine entamée et toujours fragile en France et en Europe, priorité est désormais accordée à la stabilisation de la dette publique, qui devrait atteindre 86 % en France en 2010, et aux restrictions budgétaires afférentes. Outre un effet négatif, du moins à court terme, sur la vigueur de la croissance économique, cette politique budgétaire restrictive aura plusieurs conséquences directes sur le secteur de l'immobilier :

- une réduction des transferts sociaux et une modération salariale dans les administrations, voire une hausse de la fiscalité, ce qui aura un effet négatif sur la consommation des ménages, et par voie de conséquence sur l'immobilier de commerce ;
- la réduction prévisible des commandes publiques devrait avoir un impact sur certains secteurs dépendants de l'Etat, tels que l'industrie de l'armement et les travaux publics, et entraîner une réduction de la demande locative nette de la part des entreprises de ces secteurs ;
- une rationalisation de la politique immobilière, privilégiant la recherche d'économies et l'arbitrage de propriétés ;
- une fiscalité alourdie sur la détention en patrimoine d'actifs immobiliers, par définition non délocalisables, ainsi qu'un ajustement – à la baisse – des dispositifs fiscaux d'incitation à l'investissement locatif.



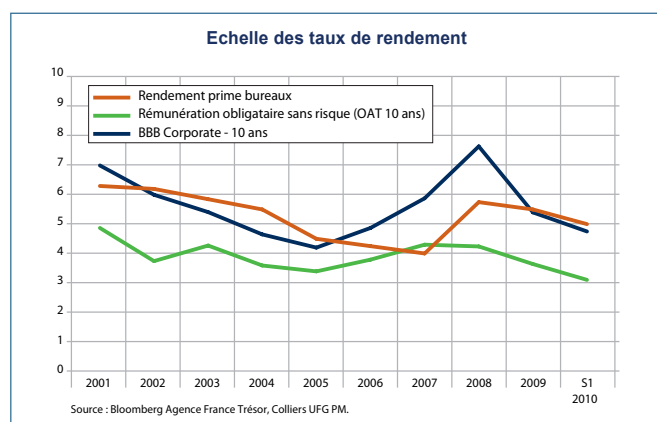
L'immobilier dans son environnement financier

Les vicissitudes de la question de la dette publique européenne devraient continuer d'avoir plusieurs impacts contradictoires sur l'environnement financier du secteur immobilier.

L'immobilier pourrait ainsi souffrir de plusieurs phénomènes. L'exposition au risque souverain des banques allemandes et françaises pourrait par exemple contribuer à tarir la capacité de financement de l'immobilier. Par ailleurs, les investisseurs traditionnels en immobilier n'appartenant pas à la zone euro (États-Unis, Moyen Orient, Royaume-Uni) pourraient s'en détourner temporairement.

En revanche, il est indéniable que l'immobilier bénéficie à plusieurs titres de la situation actuelle en offrant, du moins pour ses segments les plus sécurisés, tout à la fois une protection du capital ainsi que des flux locatifs indexés.

Il est également à noter que l'immobilier, même dans sa composante la plus « prime » qui s'est significativement appréciée depuis la mi-2009, reste à des niveaux de prix intéressants : la prime avec le taux sans risque demeure supérieure à 150 points de base (elle était négative en 2007) tandis que le rendement immobilier « prime » reste supérieur au rendement moyen d'obligations à 10 ans émises par des entreprises BBB.



Décryptage de la conjoncture immobilière en France

L'immobilier d'entreprise en reprise progressive

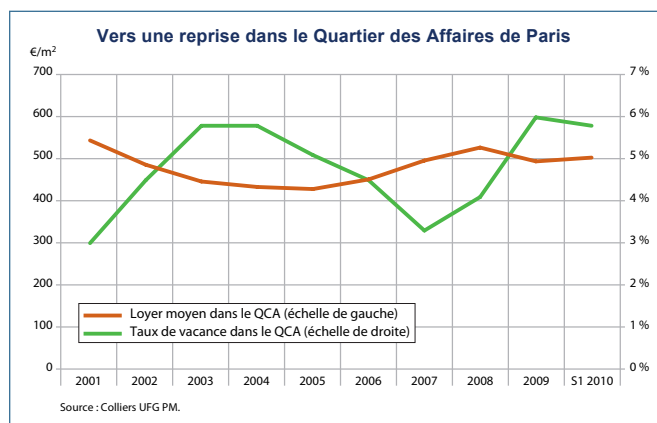
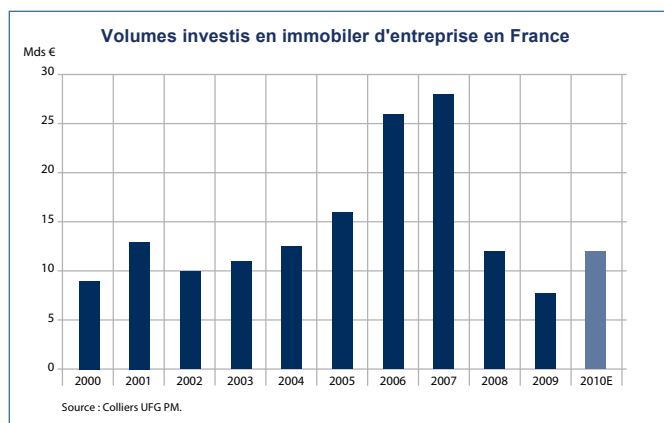
Sur le marché de l'investissement, après une nette correction des valeurs en 2008 et 2009, la tendance est à la reprise des volumes, sous l'effet du retour, en 2009, des investisseurs à long terme et des acteurs internationaux, notamment allemands, qui ont identifié le marché français comme l'un des plus sécurisés d'Europe. La croissance du marché subit toutefois la double contrainte d'une pénurie d'actifs de qualité sécurisés et bien placés, et d'une grande aversion au risque des investisseurs, accentuée par la frilosité des banques, qui rend peu liquide la majeure partie du stock d'immeubles.

Au cours du 1^{er} semestre 2010, le marché locatif des bureaux est en phase de reprise progressive et inégale, ce mouvement n'étant pas généré par de nouveaux besoins issus d'une croissance de l'activité, mais par des opérations de rationalisation immobilière.

Dans ce contexte particulier, si le marché parisien, indicateur avancé du marché, a bénéficié au 1^{er} semestre 2010 d'un

fort dynamisme, l'Ile de France est entrée dans une phase de convalescence heurtée. La dynamique du marché reste dépendante d'une part des choix d'implantation de grands utilisateurs demandeurs d'immeubles efficaces, d'autre part du comportement d'un tissu de PME franciliennes, toujours dans l'incertitude quant à leur croissance future. En conséquence, la perspective d'une pénurie de surfaces de bureaux neuves respectant les normes environnementales cohabite avec un accroissement du stock de seconde main, qui devrait mettre plus de temps à se résorber. Dans les principales agglomérations régionales, faute de reprise économique, une franche reprise de l'activité immobilière constitue un horizon encore lointain.

L'immobilier commercial a fait preuve au 1^{er} semestre 2010 d'une certaine résistance des loyers et des valeurs. Toutefois, si les meilleurs emplacements sont très recherchés, les zones secondaires sont fragilisées par la stagnation de la consommation des ménages.



L'immobilier résidentiel en phase de stabilisation

Après une correction marquée des prix entre 2007 et 2009, l'immobilier résidentiel français subit depuis le début de l'année 2010 des dynamiques contradictoires : si le contexte économique pèse sur la solvabilité des ménages, la demande persistante de logements et la persistance de faibles taux d'emprunt concourent à une certaine stabilité générale des prix. En Ile de France, la pénurie structurelle de logements a eu comme conséquence une hausse des valeurs, en particulier à Paris et dans les Hauts de Seine.

Dans le secteur du logement neuf, les ventes bénéficient à plein des dispositifs publics, et notamment du dispositif fiscal Scellier. En ce qui concerne la mise en chantier de logements non aidés, la tendance, très négative depuis 2008, semble enfin s'inverser, le seuil de logements autorisés repassant au-dessus du seuil des 400 000 pour la première fois depuis plus d'un semestre.

La conjoncture immobilière en Europe

L'immobilier Européen en convalescence dispersée

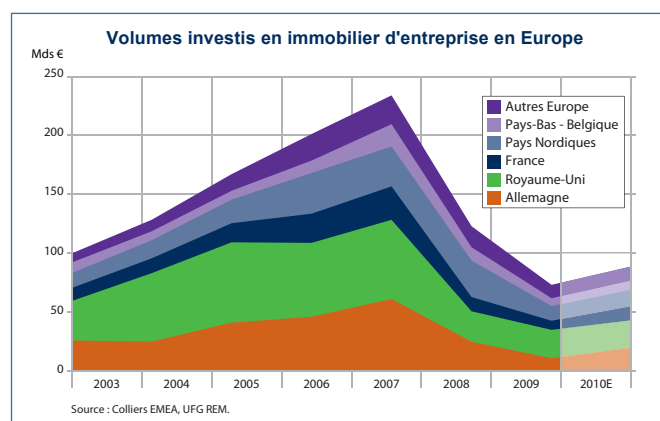
Entre 2006, qui peut être considérée comme l'année de haut de cycle, et 2009, où a été touché le bas de cycle, l'activité locative sur le marché des bureaux a dévissé dans l'ensemble des villes européennes, en moyenne de 38 %.

La dégradation n'a cependant pas pris les mêmes proportions dans chaque ville, en raison de la différence de situation macroéconomique ou de la composition du tissu économique : des villes comme Hambourg ou Prague, ainsi que les métropoles régionales françaises, ont été particulièrement résistantes, tandis que les villes espagnoles, ainsi que Rome, Dublin et Frankfort, ont connu des chutes brutales de leur marché locatif.

Alors qu'un nouveau cycle immobilier est amorcé sur l'ensemble des marchés, les perspectives de reprise font apparaître une grande hétérogénéité selon les pays ou zones :

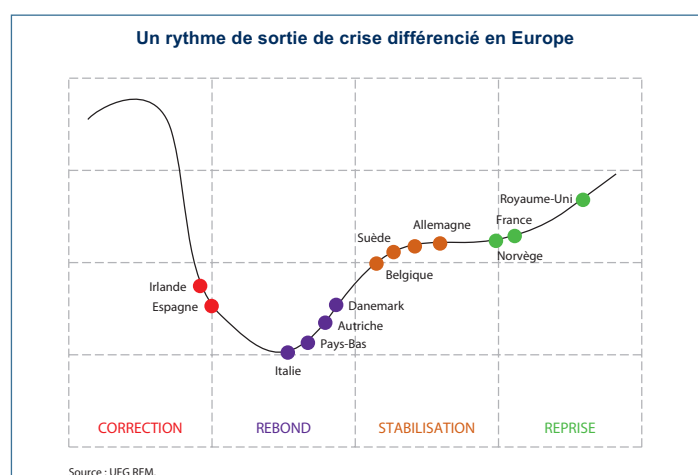
- des pays, comme l'Espagne et l'Irlande, où l'activité locative, très directement liée à l'évolution de l'emploi, continuera de décélérer en 2010 ;
- les pays, comme les Pays-Bas et l'Italie, qui devraient rebondir en 2010, après une chute de leur activité supérieure à 50 % entre 2006 et 2009 ;
- les zones qui, après une phase de rebond en 2009, se sont stabilisées en 2010 mais où la reprise n'est pas attendue avant 2011, ce qui est le cas par exemple de toutes les villes allemandes ;

- des zones où la reprise est enclenchée et où l'activité en 2010 devrait être significativement supérieure à celle de 2009, comme en Ile de France et dans le Grand Londres, qui bénéficient d'une dynamique propre liée à la profondeur de marché et à la maîtrise de la production de surfaces neuves.



Sur le marché de l'investissement, les volumes engagés se sont effondrés entre 2007 et 2009, passant de plus de 230 md€ à 73 md€, soit une chute d'environ 70 %, sous l'effet de la crise financière, du retrait des investisseurs et de la raréfaction du financement bancaire. Toutefois, les investisseurs ont recommencé à se positionner dès la fin 2009 sur la quasi-totalité des marchés ; l'année 2010 déjà entamée constitue une année de reprise graduelle des volumes à des valeurs corrigées, sans que ne soient encore retrouvés les niveaux de haut de cycle, en raison de :

- l'aversion au risque et la concentration des investisseurs sur les actifs sécurisés, ce qui limite l'univers investissable ;
- la restriction persistante au financement d'actifs risqués par les banques, empêchant notamment la réalisation de grandes opérations ;
- la concentration des investisseurs internationaux sur les 3 marchés principaux (France, RU et Allemagne) et l'atonie probablement durable des marchés considérés comme macroéconomiquement risqués, tels que l'Espagne et l'Irlande.



Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leur auteur à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. UFG-LFP ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable de UFG-LFP.