

Convictions et Stratégies

Le second semestre 2010 est marqué par **une recrudescence générale de l'appétit des investisseurs pour la classe d'actifs immobilière**. Sur le segment de l'immobilier résidentiel, le retour des particuliers a permis d'effacer la correction des valeurs de 2008-2009.

Sur le segment de l'immobilier d'entreprise, le marché est animé par des investisseurs institutionnels, des foncières, des privés, des utilisateurs ainsi que des institutionnels non domestiques, que leur aversion au risque oriente quasi-uniquement vers la composante rendement de la classe d'actifs, c'est-à-dire les immeubles les plus sécurisés par leur situation locative ou leur emplacement.

Cette **convergence des stratégies d'investissement**, qui se heurte à l'insuffisance des actifs mis sur le marché, a établi les conditions d'**une chute très rapide des taux de rendement des actifs les plus sécurisés**. La tension sur ce segment de marché se manifeste notamment par le recours généralisé des vendeurs à des procédures d'appel d'offres.

Si le niveau atteint par les taux de rendement "prime", soit environ 4,75 % à Paris et 5,5 % en première couronne au T4 2010, est justifié par l'écart de rémunération avec le taux sans risque, il ne l'est pas nécessairement par les perspectives économiques qui déterminent l'occupation des immeubles ainsi que les loyers de marché.

Un immeuble n'est pas une obligation

Dans ce contexte, y compris dans le cas d'une stratégie d'investissement "core", c'est à dire ciblée sur les actifs sécurisés, il convient de garder en tête qu'un immeuble n'est pas une obligation : son rendement locatif, qui n'est pas un coupon, peut fluctuer, tandis que sa valeur de sortie, qui n'est pas un nominal, n'est jamais garantie. La mise en œuvre d'une stratégie d'investissement appropriée nécessite donc une approche

sélective fondée sur la juste appréciation des fondamentaux économiques et immobiliers, de préférence à la simple recherche d'un spread de taux. C'est dans cette logique qu'en complément de sa connaissance empirique et technique des marchés et des actifs, UFG-LFP s'est récemment doté d'un outil de prévision à long terme permettant de déterminer les grandes variables immobilières du marché des bureaux en Ile de France en fonction de variables macroéconomiques (voir en page 4 notre scénario modélisé).

La rémunération du risque locatif est particulièrement attractive

Au-delà de la nécessaire sélectivité imposée par le contexte de marché, il apparaît que la tension sur les prix des actifs les plus sécurisés augmente l'attractivité relative des actifs dont la situation locative est plus aléatoire (baux fermes plus courts, vacance partielle, etc.). Par ailleurs, la situation actuelle de sortie du creux du cycle immobilier (voire en page 3 le point sur la conjoncture immobilière en France) justifie une prise de risque accrue.

Dans cette perspective, le positionnement sur des actifs en développement sans locataire mais bénéficiant d'une situation indiscutable dans un marché locatif profond, a priori en Ile de France, apparaît particulièrement judicieux. Ce segment devrait de plus bénéficier à l'horizon 2012 d'une pénurie relative - et localisée - d'offre de surfaces neuves aux normes environnementales. Avec un écart de taux d'environ 150 à 200 p.b. entre le rendement d'un actif neuf livré loué et le même immeuble "en blanc", la rémunération du risque locatif apparaît aujourd'hui particulièrement attractive.

On notera enfin que la désaffection, sans doute temporaire, des investisseurs pour ce type d'actifs génère une inefficience de marché et des opportunités d'investissement dont il convient de profiter. Avant que d'autres ne le fassent...

L'immobilier dans son contexte économique et financier

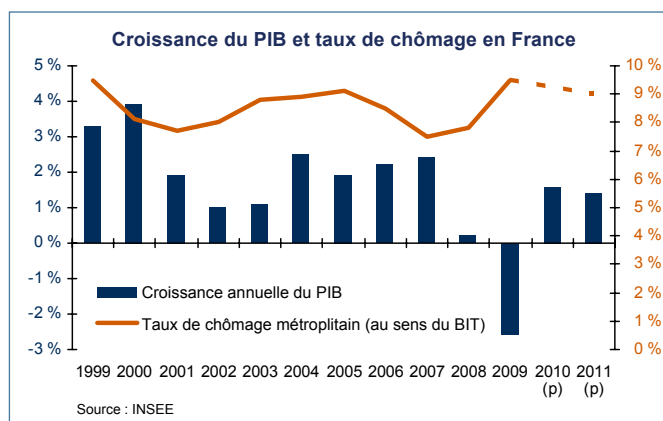
Une économie en voie de ralentissement

Alors que la zone Euro poursuit en ordre dispersé sa phase de reprise, l'économie française devrait afficher à la fin de 2010 une croissance annuelle du PIB d'environ 1,6 %, légèrement supérieure aux attentes.

Dans un environnement en phase de ralentissement, **l'économie française demeure bridée** par de nombreuses forces contraires : les mesures d'austérité devenues indispensables auront un impact sur les dépenses publiques sans pour autant générer, à court terme, d'effet positif sur l'investissement et la consommation ; le maintien du chômage à un niveau élevé freine la consommation des ménages, traditionnel moteur de l'économie ; enfin, la balance commerciale demeure plombée par un déficit structurel de compétitivité accentué par un euro qui fait les frais, par son appréciation excessive, du conflit mondial des changes.

Côté positif, il est à noter que la France n'a ni crise bancaire, ni crise immobilière à purger, ce qui limite l'effort de désendettement. Par ailleurs, l'environnement monétaire accommodant devrait finir par favoriser l'investissement des entreprises.

En conséquence, **la croissance du PIB devrait décélérer** en 2011 autour de 1,3 %, en deçà des estimations gouvernementales, ce qui devrait nécessiter des mesures d'austérité supplémentaires et décaler la reprise de l'emploi à 2012.



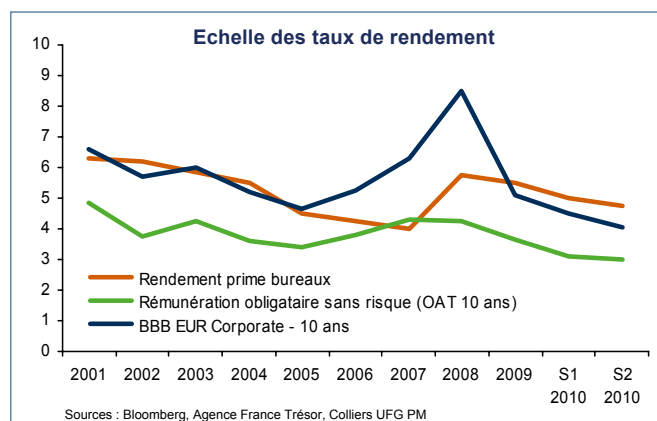
Un contexte financier favorable à la pierre

Alors qu'aux États-Unis, l'opération "Quantitative Easing 2" de la Réserve Fédérale a entraîné la chute du dollar et laissé entrevoir le spectre d'une guerre des monnaies, les craintes sur la dette des pays périphériques de la zone Euro, et en particulier d'une Irlande fragilisée par son système bancaire, ont fini par resurgir. Dans ce paysage troublé et incertain, la BCE normalise progressivement sa politique monétaire tout en conservant un biais très accommodant.

Dans cette perspective, **les taux d'intérêt devraient demeurer à des niveaux bas**, et ce au moins jusqu'à la mi-2011, fournissant un contexte très favorable à l'investissement dans l'immobilier de rendement.

L'injection massive de liquidités, en vigueur depuis maintenant plus de deux ans, a eu comme conséquence l'écrasement des rendements de quasiment l'ensemble des classes d'actifs, et en particulier des actifs les plus sécurisés de la classe d'actifs immobilière. Toutefois, la rémunération de plus en plus faible des actifs "prime" est susceptible d'orienter une partie des capitaux vers des projets plus risqués.

A titre d'exemple, on notera que les vannes du crédit bancaire semblent actuellement s'entrouvrir pour le financement d'actifs en développement et sans locataire mais bénéficiant de situations indiscutables.



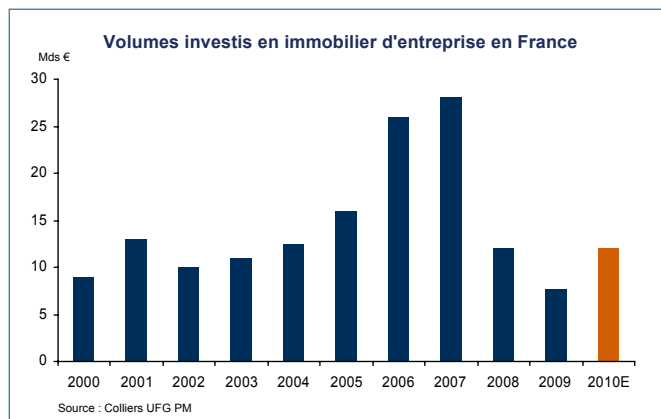
Décryptage de la conjoncture immobilière en France

Perspectives positives sur l'immobilier d'entreprise

Le secteur de l'immobilier d'entreprise, et en particulier celui des bureaux, semble désormais avoir passé le creux de cycle et entamé **un nouveau cycle haussier**. Sur le marché locatif francilien, qui atteindrait 2,1 millions de m² commercialisés en 2010 (contre 1,8 million de m² en 2009), les locations emblématiques (Ernst & Young, Carrefour, SFR, etc.) comme les petites transactions se multiplient sur la plupart des marchés.

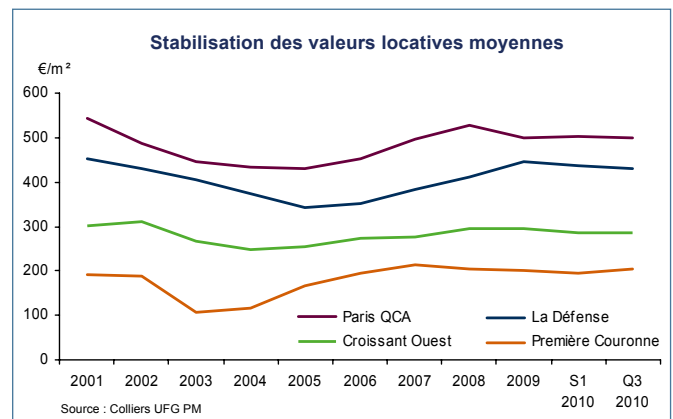
En conséquence, l'offre disponible ainsi que le taux de vacance sont désormais stabilisés, tandis que les loyers de marché ont quasiment partout achevé la phase de correction entamée en 2008.

Les investisseurs ne s'y trompent pas et se positionnent désormais massivement sur les actifs les plus sécurisés des marchés établis d'Île-de-France (83 % des volumes au T3 2010), tirant les valeurs à la hausse.



Enfin, plusieurs signaux indiquent **une amélioration significative des fondamentaux du marché de l'investissement** :

- Le recul au 3^e trimestre de la part relative des engagements en commerce, classe d'actifs la plus sécurisée ;
- Les grands actifs, d'une taille supérieure à 100 M€, trouvent désormais facilement acquéreur, ce qui est symptomatique d'un financement par dette plus accessible ;
- La base des investisseurs se diversifie et s'élargit, avec le retour remarqué au 3^e trimestre d'investisseurs anglo-saxons sur le marché français ;
- L'aversion au risque des investisseurs diminue, comme l'indiquent des opérations sur des immeubles en "blanc" (exposition au risque locatif), sur des immeubles de seconde main à rénover (exposition au risque technique, voire environnemental), ou sur des actifs de logistique (exposition au risque économique).



L'immobilier résidentiel, entre surchauffe... et perfusion

En dépit d'une conjoncture morose, la phase de correction de l'immobilier résidentiel français semble désormais appartenir au passé, les valeurs moyennes ressortant en hausse de 6 % sur un an sous l'effet du rebond des ventes (630 000 transactions sur un an, contre 550 000 en 2009, mais loin des 800 000 ventes enregistrées en 2007).

Ce rebond masque cependant de fortes disparités : alors qu'un quart du territoire reste en situation de baisse des prix, les marchés souffrant d'une pénurie structurelle

d'offre, tels que Paris et sa 1^{re} couronne, connaissent une flambée des prix déconnectée du contexte économique mais alimentée par le faible niveau des taux d'emprunt.

Dans le neuf, l'augmentation des permis de construire laisse présager d'une reprise des mises en chantier à partir de 2011. Le secteur devrait notamment être dynamisé par le nouveau dispositif du "PTZ +" tout en continuant à bénéficier, pour l'investissement locatif, du dispositif fiscal Scellier réaménagé.

Le Marché des bureaux en Ile de France : nos prévisions à l'horizon 2011-2016

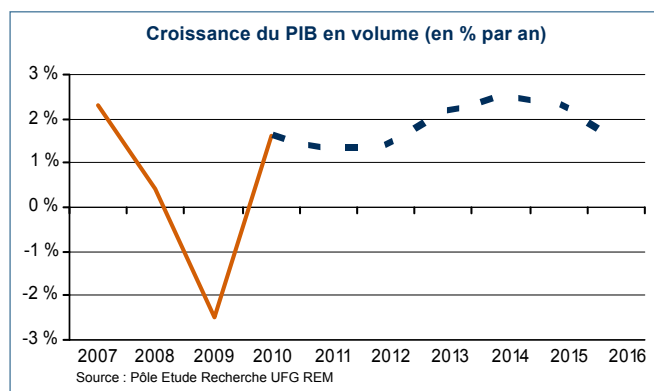
L'immobilier européen en convalescence dispersée

Si l'immobilier de bureaux en Île de France multiplie actuellement les signaux laissant augurer du début d'un nouveau cycle, la visibilité sur l'ampleur et la durée de ce cycle ainsi que sur les grands risques qui en menacent le déroulement demeure limitée.

Afin de compléter sa connaissance empirique des marchés, UFG-LFP a développé un "MOdèle de Prospective Immobilière", le MOPIM, fondé sur des corrélations historiques entre variables économiques et grands indicateurs immobiliers. Grâce à un historique de données suffisant, le pouvoir explicatif du MOPIM atteint entre 80 et 90 % et constitue un outil de prospective opérationnaire pour le pilotage des véhicules d'investissement.

2011-2016 : vers une reprise économique molle

A l'aube de 2011, l'économie française est toujours en phase de sortie de la récession de 2008-09. Souffrant d'un manque structurel de compétitivité et freiné par l'impérative austérité budgétaire, le PIB devrait connaître une croissance modérée culminant en 2015, sans jamais dépasser 3 %. Le chômage devrait entamer en 2012 une lente décrue le menant vers le seuil de 7,5 % en 2015.



L'immobilier affichera une performance positive

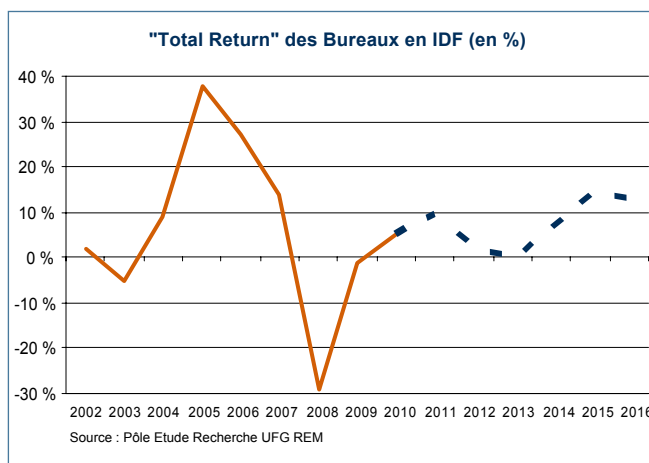
Compte tenu de ces paramètres, le marché des bureaux en IDF devrait connaître une croissance molle jusqu'en 2012, avant d'accélérer jusqu'à un pic situé en 2015-2016 :

- L'absorption nette devrait croître jusqu'à 1 million de m² en

2015, sans dépasser les pics des cycles précédents ;

- Le taux de vacance devrait atteindre un point bas de 4,5 % en 2016 ;
- Les loyers ne devraient repartir à la hausse qu'en 2013, les valeurs "prime" dépasseront en 2016 les valeurs maximales de 2000 et 2007 ;
- Le taux de rendement "prime" devrait demeurer inférieur à 5 % pendant 2 ans, avant de se redresser vers 5,60 % sous l'effet d'une remontée des taux d'intérêt.

En conséquence, la performance annuelle moyenne de l'immobilier de bureaux francilien devrait atteindre 7,5 % entre 2011 et 2016, au-dessus de sa moyenne historique.



Une classe d'actifs sous la menace de chocs externes

3 grands risques externes pèsent sur le secteur immobilier :

- L'enlisement dans une déflation "à la japonaise" dégraderait significativement le rendement locatif, mais serait compensé par le maintien à des faibles niveaux des taux de rendement ;
- Un choc d'inflation importée dans une économie sans vigueur serait partiellement amorti par l'indexation des loyers mais déclencherait également une hausse des taux de rendement ;
- Un choc de taux d'intérêt, par exemple déclenché par une crise de la dette souveraine, déprimerait l'économie et les revenus locatifs, tout en faisant bondir les taux de rendement.

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.