n°3

Immobilier et Perspectives

Lettre trimestrielle de UFG-LFP | Mars 2011 - Achevée de rédiger le 07 | 03 | 2011

Convictions et Stratégies

Sur les marchés immobiliers, le début de l'année 2011 est marqué par un net changement de perspective : la reprise de l'activité est désormais enclenchée, les investisseurs sont de retour sur la classe d'actifs et les valeurs se sont globalement réappréciées après la correction de 2009. En revanche, dans un contexte économique et financier dans lequel apparaît désormais nettement un risque inflationniste, UFG-LFP a adapté ses convictions de marchés et ses stratégies d'investissement immobilier.

1. Le retour de l'inflation n'est pas une mauvaise nouvelle pour l'immobilier

Le retour de l'inflation n'est pas une bonne nouvelle pour l'immobilier mais n'en constitue pas pour autant une mauvaise. En effet, si les taux de rendement devraient se rééchelonner par rapport aux taux sans risque, l'immobilier a le très grand avantage, par rapport à d'autres classes d'actifs, de proposer aux épargnants et investisseurs des revenus locatifs indexés sur l'inflation.

Dans cette perspective, nous considérons l'impact d'une reprise de l'inflation comme neutre sur l'immobilier dans son ensemble, et comme légèrement positif pour les segments, comme les bureaux, pouvant intégralement répercuter la hausse des matières premières (Voir à ce sujet le focus "Immobilier et Inflation" en dernière page).

2. Une reprise cyclique à capter sur le marché des bureaux

La phase baissière des taux de rendement, et donc le rebond des valeurs, qui justifiait le repositionnement des investisseurs sur l'immobilier commercial, est désormais achevée. Pour autant, la reprise cyclique des marchés, et en particulier celui des bureaux, constitue le fondement solide d'une stratégie d'investissement active. En effet, le meilleur remplissage des immeubles ainsi que la perspective à moyen terme d'une reprise des loyers de marché, devraient permettre d'augmenter les revenus locatifs et la valeur des actifs.

3. Le manque de bureaux neufs génère des opportunités

La reprise cyclique sur le marché des bureaux ainsi que la remarquable maîtrise de la production de surfaces de bureaux sur la plupart des marchés français devraient engendrer des pénuries localisées de surfaces de bureaux neuves, très prisées des grands utilisateurs.

Dans cette perspective, nous considérons que le risque locatif du positionnement sur des actifs de bureaux "en blanc" est aujourd'hui limité, et donc bien rémunéré, en particulier sur les marchés établis et profonds tels que Paris, la première couronne d'Ile de France, le centre-ville des grandes agglomérations régionales.

4. L'impact irréversible du Développement Durable

Compte tenu de l'évolution de la réglementation, mais aussi du comportement des acteurs, la composante environnementale et énergétique constitue aujourd'hui un virage technologique irréversible pour l'immobilier ; elle introduit une dichotomie durable entre les actifs "durables" ou "verdissables" et les autres.

Si cette conviction préside notamment à la stratégie de l'OPCI UFG Immo SR, qui cible les actifs respectant les normes environnementales, c'est l'ensemble de la politique d'investissement et de gestion qui doit intégrer la nouvelle donne technique et réglementaire, afin de maintenir la performance future des portefeuilles.

5. Prudence sur l'immobilier de commerce

Fragilisé par la faiblesse durable de la consommation des ménages, l'immobilier de commerce subit également une évolution structurelle (nouveaux formats, retour vers les centres-villes, explosion du e-commerce, etc.).

Dans ce contexte, certains formats gagnants tels que les emplacements "prime" ou les très grands centres commerciaux, sont déjà très prisés par le marché. En revanche, les emplacements secondaires, les centres de taille moyenne et une grande partie des retails parks sont amenés à souffrir. Nous recommandons donc un positionnement sur des formats de proximité en centre-ville et sur les emplacements n°1 de villes secondaires, dont le rendement demeure intéressant.

UFG-LFP est une marque de GROUPE UFG-LFP - 173, bd Haussmann 75008 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00 - Fax +33 (0)1 44 56 11 00
480 871 490 RCS PARIS - www.ufg-lfp.com

L'immobilier dans son contexte économique et financier

Un redressement lent et fragile

Avec un taux annualisé de 1,4 %, la croissance du PIB en France au quatrième trimestre 2010 s'est avérée inférieure aux attentes et surtout symptomatique d'une économie que son manque de compétitivité empêche de bénéficier du dynamisme de l'économie mondiale.

A titre d'illustration, à la fin de l'année 2010, on notera que le PIB français demeure, 3 ans après, inférieur de 1,6 % à son niveau du 1er trimestre 2008, soit la sortie de récession la plus lente de l'histoire économique récente.

En matière de perspectives à moyen terme, la consommation des ménages devrait rester faible, mais correctement orientée, tandis que les espoirs résident dans une reprise de l'investissement des entreprises. L'effort d'austérité budgétaire, toujours limité en 2010, devrait par ailleurs finir par peser sur la croissance des années à venir.

Phénomène jusqu'ici larvé, l'économie française, après avoir frôlé la déflation à l'hiver 2008-2009, comme la plupart des économies européennes, est aujourd'hui sous la menace d'un choc d'inflation importée venant impacter les revenus des ménages et les marges des entreprises. On notera ainsi qu'exprimés en euros, les prix des matières premières agricoles et des métaux sont aujourd'hui 18 % au-dessus de leurs plus hauts niveaux du 1er semestre 2008, tandis que les prix du pétrole demeurent sous tension…

Un contexte financier ambivalent

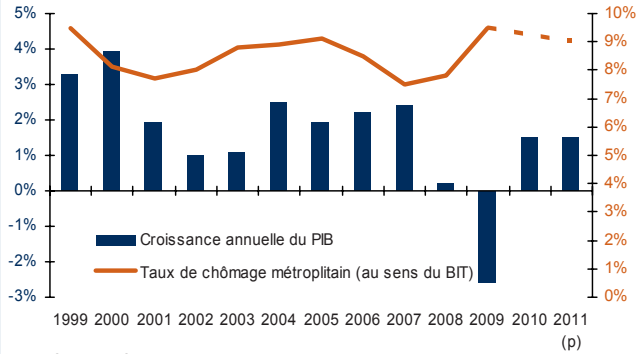
Au début de l'année 2011, le contexte financier dans lequel s'inscrit l'immobilier a évolué : alors que 2010 avait été marquée par les craintes sur la dette souveraine européenne - craintes qui ne sont toujours pas levées - c'est l'incertitude liée au risque inflationniste qui prédomine désormais.

Partiellement responsable de la hausse des matières premières, la politique monétaire très accommodante des banques centrales occidentales devrait prendre un biais restrictif au cours de l'année 2011, avec un impact sur l'accessibilité et le coût de la dette. Par ailleurs, les anticipations d'inflation sont susceptibles de faire remonter les taux longs ainsi que les taux de rendement immobiliers.

Pour autant, et presque paradoxalement, les classes d'actifs plus risquées que les obligations souveraines, telles que les actions ou l'immobilier, bénéficient d'une baisse marquée de l'aversion au risque d'investisseurs anticipant les effets de la reprise économique.

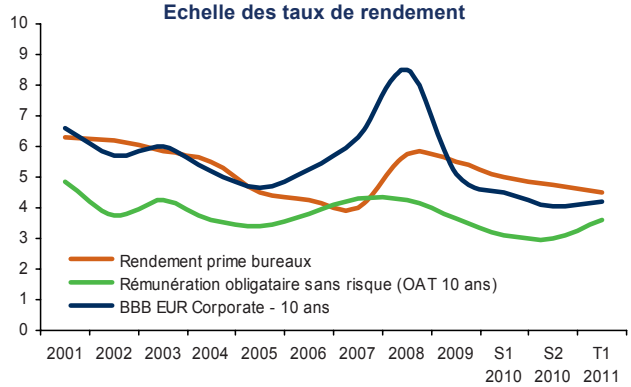
A ce titre, les levées de capitaux destinés à des projets immobiliers se multiplient, tant en Europe qu'en Amérique du Nord ou en Asie. Considérée comme un marché immobilier sécurisé aux fondamentaux solides, la France en particulier devrait bénéficier de flux de capitaux non domestiques significatifs en 2011.

Croissance du PIB et taux de chômage en France



Source : INSEE

Echelle des taux de rendement



Sources : Bloomberg, Agence France Trésor, Colliers UFG PM

Décryptage de la conjoncture immobilière en France

L'immobilier d'entreprise en reprise progressive

La reprise du marché de l'investissement s'est accélérée au 4e trimestre, grâce notamment à la multiplication des opérations d'un montant supérieur à 100 M€. Après 11 Md€ d'engagements en 2010, les volumes investis devraient continuer à croitre pour avoisiner les 15 Md€ en 2011, stimulés en particulier par l'afflux significatif de capitaux non domestiques sur le marché français. En conséquence, la baisse des taux de rendement "prime" en bureaux a été continue en 2010 et s'est diffusée à l'ensemble des pôles tertiaires.

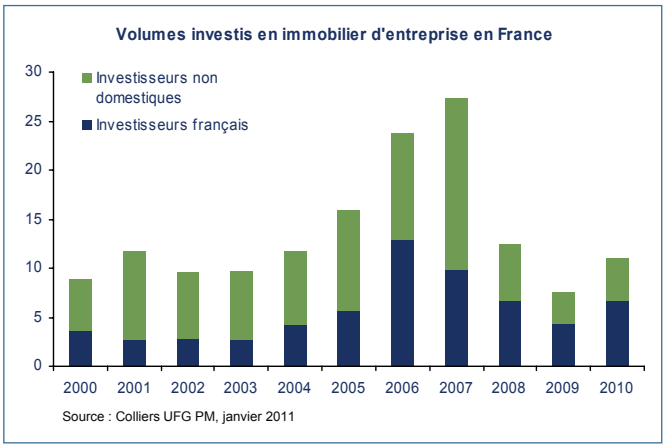
Si les taux de rendement devraient se stabiliser en 2011, l'appétit des investisseurs est aujourd'hui justifié par la reprise de l'activité locative sur le marché des bureaux en Ile de France (+16 %) comme dans les grandes agglomérations régionales. Après une année 2009 très délicate, la demande immobilière des entreprises s'est indiscutablement redressée en 2010, tout en restant limitée par un contexte économique délicat et de faibles créations d'emplois.

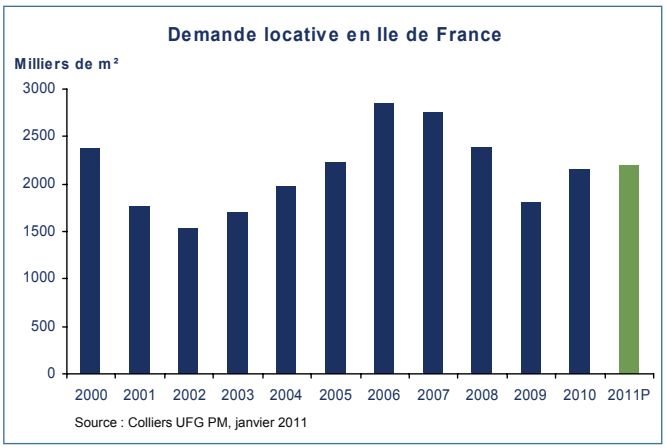
Comme souvent, la conjoncture difficile s'accompagne de mutations structurelles : les grandes entreprises se replient de plus en plus sur des immeubles fonctionnels leur permettant de bénéficier de réductions de leurs coûts immobiliers (qui constituent le 2e ou 3e poste de dépenses, selon les activités) et ne transigent pas sur la qualité de la localisation et de l'accessibilité : le retour des entreprises vers les centres-villes, où les loyers de marché ont corrigé plus vite et plus tôt, constitue d'ailleurs également une tendance lourde du marché. Paris "intra-muros" a ainsi concentré 43 % de la demande de l'ensemble de l'Ile de France en 2010.

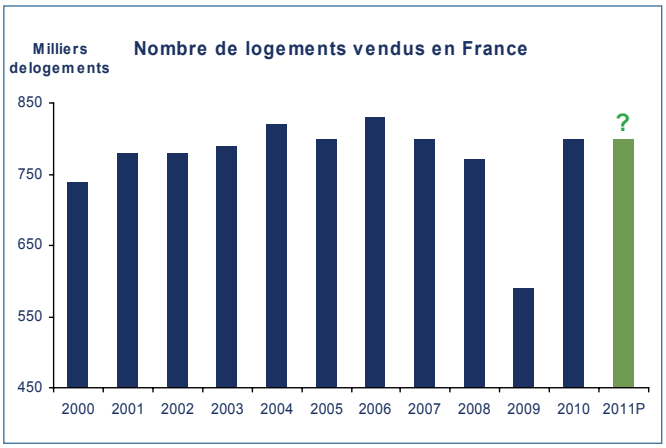
L'immobilier résidentiel à un tournant

Dans l'immobilier d'habitation, l'année 2010 a marqué une vraie reprise des transactions ainsi qu'une reprise des valeurs (+ 8 % en moyenne sur l'année selon l'indice INSEE / Notaires), facilitées par de solides fondamentaux démographiques, des conditions d'emprunt favorables et une appétence générale pour l'immobilier.

En 2011, le contexte économique, toujours fragile, et une remontée progressive des taux d'emprunt devraient constituer un environnement moins favorable à l'immobilier résidentiel, tout en contribuant à accentuer l'écart croissant entre les zones les plus recherchées (centres-villes, Ile de France, Lyon, PACA, etc.) et les territoires moins dynamiques.







Focus

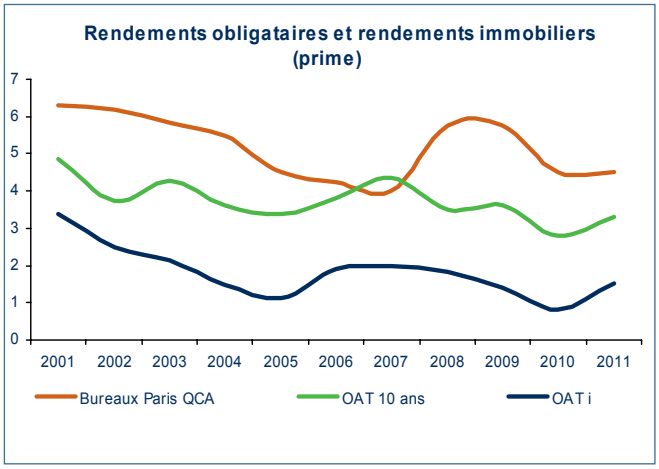
Quelle stratégie immobilière face au retour annoncé de l'inflation ?

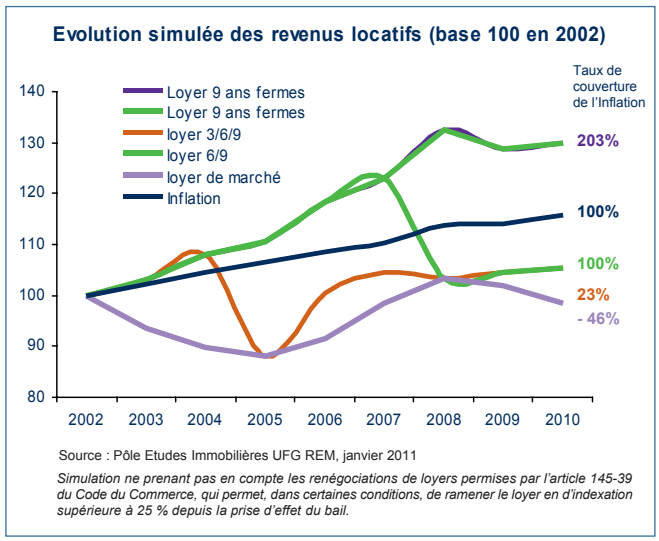
Alors que l'environnement économique mondial semble désormais sous la menace d'une reprise de l'inflation liée à la surchauffe des matières premières, une révision des stratégies d'investissement s'impose pour tenir compte de cette nouvelle donne. Si plusieurs classes d'actifs (obligations indexées, actions d'entreprises ayant la capacité de répercuter leurs coûts à leurs clients, matières premières, etc.) sont éligibles, **l'immobilier est généralement considéré comme fournissant une bonne protection face au risque inflationniste.** Ce constat, en partie justifié par l'indexation des revenus locatifs, est toutefois à nuancer.

Tout d'abord, un regain d'inflation est susceptible de déclencher une hausse de l'ensemble de la courbe des taux, avec nécessairement un effet sur les taux de rendement immobiliers, qui comprennent théoriquement une composante "taux sans risque" et une autre "prime de risque immobilière". Par ailleurs, la détérioration des conditions de financement par dette des acquisitions devrait avoir un impact sur la valeur des actifs.

Pour autant, cet effet, négatif, est compensé par l'indexation des revenus locatifs sur l'inflation, pendant la durée ferme du bail tout du moins. En effet, à chaque période de renégociation, le locataire peut ramener son loyer à un loyer de marché, pour sa part non indexé.

Dans ce contexte, et afin d'optimiser la protection contre la hausse des prix, sont envisageables, **plusieurs stratégies d'investissement et d'asset management :**





Source : Pôle Etudes Immobilières UFG REM, janvier 2011

Simulation ne prenant pas en compte les renégociations de loyers permises par l'article 145-39 du Code du Commerce, qui permet, dans certaines conditions, de ramener le loyer en d'indexation supérieure à 25 % depuis la prise d'effet du bail.

- Une politique active d'asset management et de négociation avec les locataires, visant à l'allongement de la durée des baux ou, tout du moins, à éviter les décrochages de revenus ;
- Une priorité donnée au segment des bureaux, dont les loyers sont indexés sur l'ICC, qui répercute la hausse des matières premières et surperforme de fait l'inflation courante ;
- Un positionnement privilégié sur les actifs neufs et respectant les normes environnementales, qui permettent des économies aux locataires et rendent donc plus supportable la hausse du loyer ;
- Une attention portée au secteur d'activité des locataires, et à leur capacité à transférer la hausse de leurs coûts à leurs clients ;
- Un financement à crédit des investissements, à taux fixe, dans la mesure du possible…

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.

UFG-LFP est une marque de GROUPE UFG-LFP - 173, bd Haussmann 75008 Paris - France
Tél. +33 (0)1 44 56 10 00 - Fax +33 (0)1 44 56 11 00
480 871 490 RCS PARIS - www.ufg-lfp.com

XX1197 - Mars 2011 - Service Communication d'UFG-LFP. Rédaction Antonin Prade. Conception graphique et impression UFG-LFP