

Immobilier et Perspectives

Lettre trimestrielle de UFG-LFP | Juin 2011 - Achevée de rédiger le 06 | 06 | 2011

Convictions et Stratégies

Depuis l'entrée dans un nouveau cycle immobilier, le marché est principalement animé par des investisseurs dont l'aversion au risque est élevée et qui recherchent en priorité des actifs sécurisés : le gros des capitaux se dirige donc vers les commerces de centre-ville, les centres commerciaux et les bureaux dans des zones tertiaires établies, pour autant qu'ils soient loués, en bon état et bien localisés. En 2010, cette tendance a mécaniquement conduit à une compression des taux de rendement sur ces catégories d'actifs.

Les charmes discrets de l'immobilier de diversification

Pour autant, d'autres catégories d'actifs immobiliers, éventuellement issus d'opérations d'externalisation et moins banalisés que le bureau ou le commerce, sont également éligibles à une stratégie défensive : l'immobilier de diversification, soit les murs d'hôtels ou d'établissements hospitaliers, les maisons de retraites, les entrepôts spécifiques, etc. proposent des "cash-flows" longs et indexés, des rendements supérieurs à ceux de l'immobilier banalisé, un capital préservé et une indéniable diversification. A cette différence près : la sécurité pour l'investisseur n'est pas ou peu garantie par la profondeur d'un marché d'utilisateurs mais par la relation durable d'un exploitant à son outil de travail. De fait, dans une stratégie immobilière de diversification, quelques précautions s'imposent.

Respecter les fondamentaux économiques et immobiliers

Au même titre que les bureaux et les commerces, les actifs immobiliers de diversification reposent sur un sous-jacent économique. L'hôtellerie repose ainsi sur l'activité, cyclique mais pérenne, du secteur du tourisme et du voyage d'affaires, tandis que le secteur des maisons de retraite tire son essor de l'inéluctable vieillissement de la population. En revanche, des locaux industriels spécifiques dans des industries à faible

valeur ajoutée ne bénéficient pas d'une tendance positive du sous-jacent et présentent donc un risque élevé.

Pour l'immobilier de diversification, la pérennité de la relation entre l'exploitant, dont la solidité financière aura été préalablement vérifiée, et son outil de travail, constitue la première sécurité des flux locatifs. Cette relation peut être d'ordre géographique (un maillage du territoire) ou technique (des installations spécifiques) : l'activité médicale est ainsi indissociable des murs de la clinique ; un distributeur en gros se doit de couvrir tout un territoire, etc. Cette relation se traduit dans un bail, qui constitue la clé d'une externalisation, parce qu'il exprime la durée des flux locatifs et les conditions d'entretien des bâtiments, généralement dévolues à l'exploitant.

Apprécier les risques

Le principal risque réside dans un départ de l'exploitant, qui provoque non seulement la rupture des flux locatifs, mais également une dégradation de la valeur. La reconversion des bâtiments, et donc la qualité de leur emplacement pour l'usage actuel comme pour un usage alternatif, se doit d'être étudiée. Un autre risque réside dans l'obsolescence technique, réglementaire et environnementale des bâtiments, qui doit, ex ante, être correctement appréciée et financièrement estimée. De fait, le contrôle opérationnel de ces aspects revient généralement au locataire, sous la supervision de l'investisseur.

Saisir les opportunités

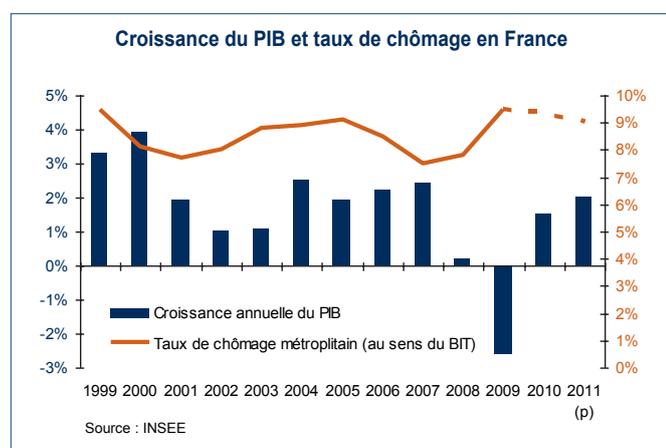
Le contexte réglementaire, et la possible fin au 31 décembre 2011 de l'avantage fiscal offert au vendeur par les SIIC, SCPI et OPCI (article 210E du Code des Impôts) devrait inciter nombre d'utilisateurs à externaliser leurs murs auprès d'investisseurs...

L'immobilier dans son contexte économique et financier

Reprise durable ?

Dans un environnement mondial tourmenté par les tensions inflationnistes et les chocs géopolitiques, l'économie française, qui a crû de 1,5 % en 2010, a signé une belle performance au 1er trimestre 2011, avec un taux de croissance trimestriel du PIB de 1 %, proche de 4 % en rythme annuel. Ce résultat, bien que non reproductible, vient conforter le scénario d'une croissance proche de 2 % en 2011, qui permettrait notamment l'amélioration lente mais continue des perspectives d'embauche. Malgré une compétitivité toujours insuffisante à l'export, la France semble basculer dans le camp des pays les plus robustes de la zone euro, ceux qui parviennent à bénéficier de la croissance mondiale.

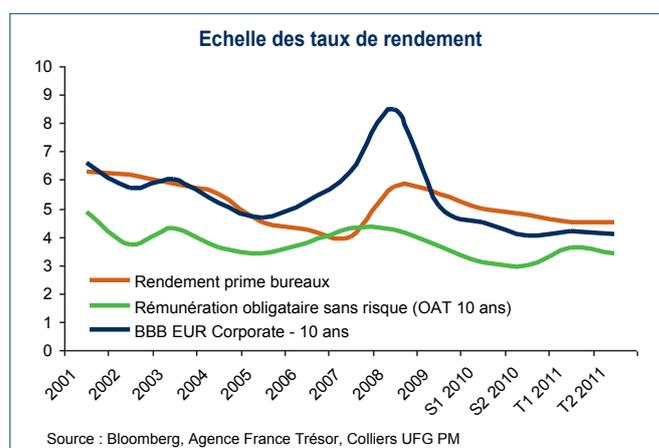
En effet, la croissance française semble portée par une reprise de la production industrielle, le restockage et l'investissement des entreprises, ce qui dessine une reprise par l'offre, et non plus par la consommation des ménages et des entités publiques. Une telle évolution est susceptible d'avoir des effets sur l'immobilier, au bénéfice du bureaux, des entrepôts et de l'activité, et au détriment du commerce et du résidentiel.



Un environnement financier incertain

La crise latente de la dette des pays périphériques de la zone euro vient régulièrement secouer les marchés financiers. Au 1^{er} trimestre 2011, c'est le gouvernement portugais qui a, à son tour, eu besoin de solliciter le soutien du Fonds de sauvetage européen, admettant qu'il serait en difficulté pour honorer ses échéances obligataires. Au 2^e trimestre, c'est la possible restructuration à venir de la dette grecque, un an à peine après la mise en place du plan européen, qui s'avère susceptible de fragiliser à nouveau le système bancaire de la zone euro, alors que les effets de la crise de 2008 sont encore perceptibles. De leur côté, l'Espagne et l'Italie demeurent fragiles.

Par ailleurs, l'immobilier s'inscrit dans un contexte de hausse progressive des taux d'intérêt mené par la BCE et les pays émergents pour lutter contre les tensions inflationnistes sur les prix des matières premières. Aux Etats-Unis, la politique d'assouplissement monétaire massif devrait quant à elle s'arrêter en juin. Dans ce contexte, l'immobilier d'investissement fait figure de valeur refuge, la solidité des revenus locatifs des actifs les plus sécurisés venant, aux yeux des investisseurs, compenser le risque de hausse des taux de rendement.



Décryptage de la conjoncture immobilière en France

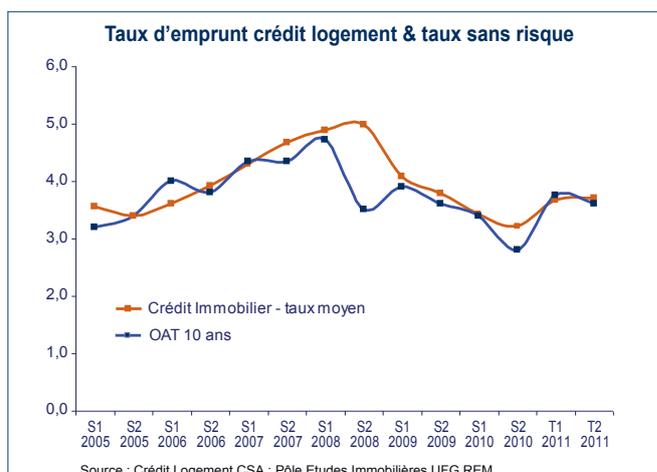
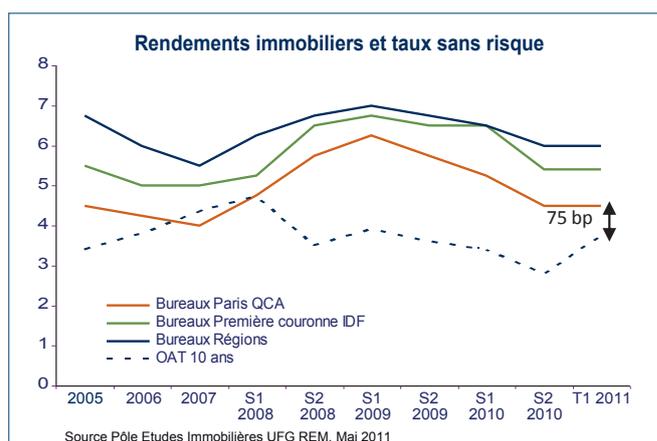
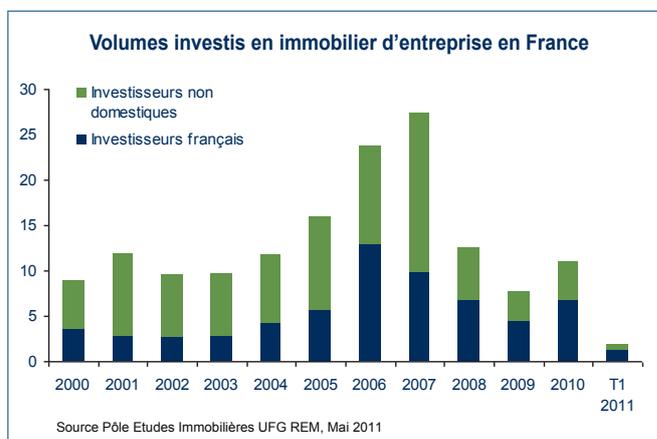
Immobilier d'entreprise : des investisseurs attentistes et sélectifs

Au cours du 1^{er} trimestre 2011, 1,9 Md€ ont été investis en immobilier d'entreprise en France, soit un niveau d'engagement relativement faible qui contraste avec les résultats encourageants du 4^e trimestre 2010 (5,3 Md€). Les grandes opérations notamment ont fait défaut, une seule transaction supérieure à 100 M€, à savoir la vente d'Europe Avenue, siège d'IBM à Colombes, pour environ 400 M€ à Generali et Predica, ayant été enregistrée. Si l'appétit pour l'immobilier est indéniable, les investisseurs souhaitent toujours se positionner en grande majorité sur des actifs sécurisés et de grande qualité, qui s'avèrent rares. Par ailleurs, la perspective d'une éventuelle remontée des taux de rendement et d'un durcissement des conditions d'emprunt est susceptible de brider le marché.

Après une phase d'ajustement rapide, la baisse des taux de rendement sur les actifs "core" est désormais achevée, ce qui génère un reflux temporaire de la liquidité. En effet, d'un côté, les vendeurs bénéficient de la situation et prétendent à des prix de vente en hausse ; de l'autre, les acquéreurs exigent une rémunération cohérente avec les taux sans risque, eux-mêmes en hausse depuis le début de l'année. Autre phénomène généré par la pénurie d'actifs de qualité, la hiérarchie géographique se resserre, les taux de rendement "prime" étant désormais compris entre 4,5 % dans Paris QCA et 6,25 %, dans les grandes métropoles régionales, voire moins de 6 % à Lyon.

L'immobilier résidentiel au sommet ?

En 2011, plusieurs paramètres, comme la situation de pénurie structurelle de logements dans certaines zones, et en particulier en Ile de France demeurent propices à l'immobilier. En revanche, le niveau des prix et la remontée des taux de crédits à l'habitat, qui vient, pour la première fois depuis 2008, dégrader la capacité financière des ménages, commencent à avoir un impact sur le marché. Ainsi, au 1^{er} trimestre 2011, les ventes de logements neufs ont fortement chuté sous l'effet de la réduction de l'avantage fiscal du dispositif Scellier. Par ailleurs, les prix des logements anciens sur l'ensemble du territoire, sauf à Paris, sont désormais clairement en phase de ralentissement.



Le marché français à l'abri du "Mur de la dette"

En Europe, le montant total des dettes adossées à l'immobilier commercial atteint environ 1 900 md€, soit un ratio d'endettement de 60 %. Sur ce montant, environ 450 md€, émis en 2006-2007, devraient arriver à échéance entre 2011 et 2013. Sur environ 85 md€ de cette dette, un refinancement par emprunt est inenvisageable - c'est le fameux "Debt Funding Gap" - pour les raisons suivantes :

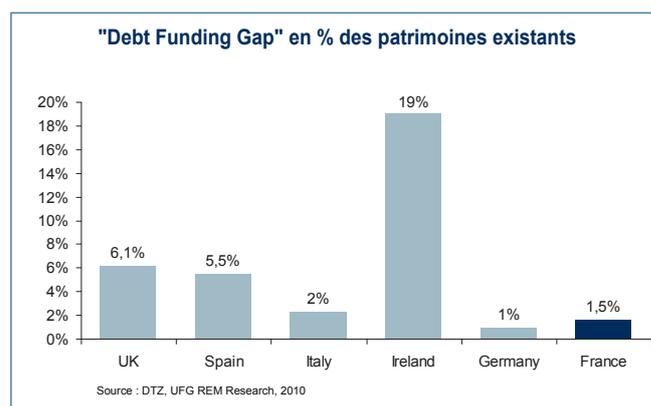
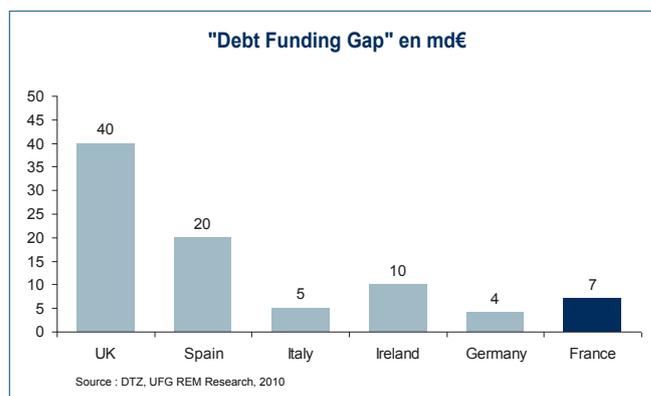
- La valeur des actifs s'est dépréciée depuis 2007 au point d'être inférieure à la valeur faciale de la dette ;
- Le ratio d'endettement à l'acquisition (> 75 % en moyenne en 2007) ne correspond plus aux critères actuels (< 60 %).

Dans ces deux cas, la situation nécessite une injection compensatrice de nouveaux fonds propres ou encore un "write-off" des fonds propres existants. Dans ce contexte, les pays européens sont inégalement menacés :

- Le Royaume-Uni, malgré un afflux significatif de fonds propres, enregistre le principal "Debt Funding Gap" d'Europe (30 md€), en raison notamment de la fermeture du marché des CMBS, dont 14 % seraient actuellement en défaut ;
- En Espagne, les besoins en financement s'élèvent à 20 md€ ;
- En Irlande, les besoins non financés correspondent à environ 20 % de la valeur des actifs ;
- L'Allemagne et l'Italie semblent à l'abri du risque de la dette.

En France, environ 30 md€ de dette matureront entre 2011 et 2013, dont environ 7 md€ à risque, dont les effets déstabilisateurs seraient toutefois limités :

- Si certains propriétaires trop aventureux seront fragilisés, une large base d'investisseurs domestiques (compagnies d'assurances, caisses de retraite, SCPI, etc.) est susceptible d'absorber les actifs : la cession récente d'un immeuble à Clichy dont la valeur nominale de la dette était supérieure à la valeur d'actif a ainsi attiré plus de 20 offres d'acquisition...
- La valeur des actifs reste soutenue par un marché locatif porteur : s'il y a des vendeurs "distressed", il n'y pas d'actifs "distressed"...
- Les banques préfèrent renégocier les emprunts plutôt que de récupérer sur leur bilan des immeubles consommateurs de fonds propres.



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.