n°5

Immobilier et Perspectives

Lettre trimestrielle de UFG-LFP | **Septembre 2011** - Achevée de rédiger le 06 | 09 | 2011

Convictions et Stratégies

Alors que la poussière des turbulences de l'été tarde à retomber, une première approche de l'impact des secousses financières et macroéconomiques sur la classe d'actifs immobilière peut d'ores et déjà être initiée afin de définir une stratégie d'investissement et de gestion appropriée.

Notre lecture - préliminaire - des tendances actuelles est la suivante :

1 • La dégradation des perspectives de croissance en France et en Europe, couplée avec les mesures d'austérité entérinées ou futures, aura un impact négatif sur l'activité des marchés locatifs. Via de plus faibles créations d'emploi et une moindre profitabilité des entreprises, les niveaux d'occupation des immeubles, commerces et locaux d'activité seront dégradés, les valeurs locatives mises sous pression. Toutefois, ceci ne constitue pas une inversion de tendance par rapport à l'évolution des marchés depuis 2008.

2 • La dégradation des marchés locatifs favorise relativement les actifs bénéficiant d'une bonne situation, d'une configuration architecturale et technique répondant aux besoins des locataires ainsi que d'un label environnemental. A contrario, ce paysage, durablement à deux vitesses, pénalise fortement les actifs à l'emplacement secondaire et/ou à la conception datée.

3 • Dans un contexte accentué d'incertitude et d'aversion au risque augmentée, les segments les plus sécurisés de la classe d'actifs immobilière continueront à drainer les capitaux d'investisseurs long terme (compagnies d'assurances, fonds de pension, fonds souverains, etc.) cherchant une valeur refuge, peu volatile et générant des cash-flows longs et prévisibles. De plus en plus restreint, le marché offrira une moindre liquidité aux actifs risqués, déjà peu recherchés, ce qui réduira d'avantage la construction d'immeubles neufs.

4 • L'assouplissement des tensions inflationnistes par rapport au 1er semestre devrait réduire l'effet "indexation" sur les revenus locatifs mais préfigure une augmentation des taux de rendement moindre que prévue et donc une stabilisation des valeurs d'actifs.

5 • Les difficultés rencontrées par le secteur bancaire européen annoncent un resserrement des conditions de financement et un moindre accès au crédit pour des acquisitions immobilières. En revanche, les possibles difficultés de refinancement des portefeuilles existants sont susceptibles de générer des mises sur le marché forcées d'actifs.

Dans ce nouveau contexte dégradé et porteur de mutations structurelles, nous préconisons un resserrement des stratégies d'investissement et de gestion respectant les principes suivants :

1 • Un maintien ou une augmentation de l'allocation à l'immobilier d'entreprise qui continue à proposer une alternative défensive appréciable par rapport aux autres classes d'actifs.

2 • Une stratégie d'investissement ciblée sur les segments immobiliers dont les caractéristiques (emplacement, caractéristiques techniques et environnementales) leur permettront de sécuriser les flux locatifs et de surperformer dans un environnement dégradé. Le corollaire de cette stratégie est l'arbitrage des actifs potentiellement sous-performants.

3 • Une éventuelle stratégie de création de valeur impliquant un niveau plus élevé de risque est envisageable sur des immeubles neufs "en blanc", mais très bien placés et respectant les nouvelles normes environnementales.

4 • Une stratégie opportuniste pourra être mise en place pour cibler les actifs de qualité détenus par des propriétaires ne parvenant pas à refinancer leurs actifs.

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

Rechute

La reprise économique ébauchée au 1er trimestre 2011 en France et en Europe a été brutalement coupée dans son élan par le ralentissement de l'économie mondiale et la hausse du prix des matières premières du printemps. En conséquence, la croissance du PIB français est passée de 0,9 % au 1er trimestre, (soit 4 % en rythme annuel), sous l'effet notamment d'une forte reconstitution des stocks, à une stagnation au 2e trimestre. Fait nouveau, la croissance économique allemande, très dynamique auparavant, a subi le même coup de frein.

Les perspectives à court et moyen terme ne semblent pas indiquer de changement de tendance, comme l'indique les révisions à la baisse de la croissance pour 2011 et 2012 tant par le gouvernement que par les prévisionnistes. De fait, l'économie française cumule toujours un défaut de compétitivité à l'export, illustrée par une balance commerciale qui atteindra en 2011 un niveau annuel record d'environ 70 md€, ainsi qu'un chômage structurel élevé qui pénalise la consommation. La situation dégradée des finances publiques a, par ailleurs, conduit au cours de l'été à un premier plan d'austérité reposant sur des hausses ciblées d'impôts, qui s'ajoute à un effort réel de réduction du déficit, même s'il est moindre que dans la plupart des pays européens. Les seules bonnes nouvelles proviennent du ralentissement des pressions inflationnistes importées et du tassement du coût de la dette, le taux de l'OAT 10 ans étant à nouveau passé sous 3 %.

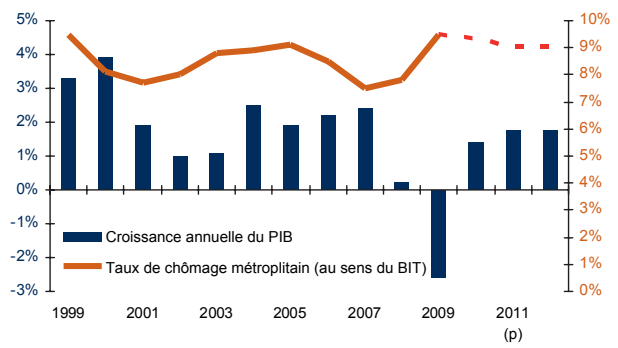
Tourmente

Au 2e semestre 2011, l'immobilier d'investissement s'inscrit dans un environnement financier particulièrement bousculé et incertain. Les marchés boursiers, ébranlés par les perspectives de croissance en Europe et aux Etats-Unis ainsi que par les inquiétudes renouvelées sur les dettes souveraines américaines et européennes, ont sévèrement chuté. Par ailleurs, une incertitude nouvelle est née au cours de l'été sur la santé des banques commerciales européennes exposées en Europe du Sud, conduisant à un grippage du marché interbancaire. La réponse - attendue - des banques centrales, européenne comme américaine, conditionnera la normalisation des marchés financiers.

L'immobilier d'investissement devrait être négativement impacté par la détérioration de la situation des banques qui, fragilisées, seront encore moins enclines à financer l'acquisition d'immobilier commercial. La question du refinancement de dettes existantes, le "mur de la dette", un temps écartée, pourrait également redevenir d'actualité.

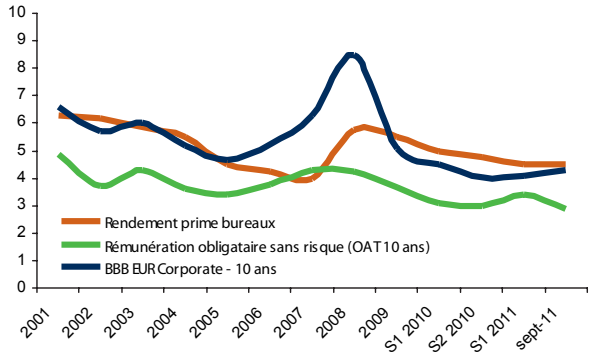
En revanche, les segments les plus sécurisés de l'immobilier devraient continuer à jouer leur rôle d'investissement alternatif défensif pour les investisseurs à long terme opérant essentiellement en fonds propres.

Croissance du PIB et taux de chômage en France



Source : INSEE

Echelle des taux de rendement



Source : Bloomberg, Agence France Trésor, UFG REM

Décryptage de la conjoncture immobilière en France

Immobilier d'entreprise :

Sur le marché locatif, et en particulier sur le marché des bureaux en Ile de France, l'activité a connu un ralentissement au 2e trimestre, en ligne avec une croissance économique qui a fortement ralenti après un 1er trimestre pourtant dynamique. Le marché demeure principalement porté par le segment des petites et moyennes surfaces. Les grands utilisateurs, plus exposés à la conjoncture internationale, font en effet preuve d'un attentisme freinant le dynamisme du marché. Les administrations ont été très actives, en particulier en Ile de France, mais essentiellement dans une logique de rationalisation des surfaces et de réduction de leurs loyers.

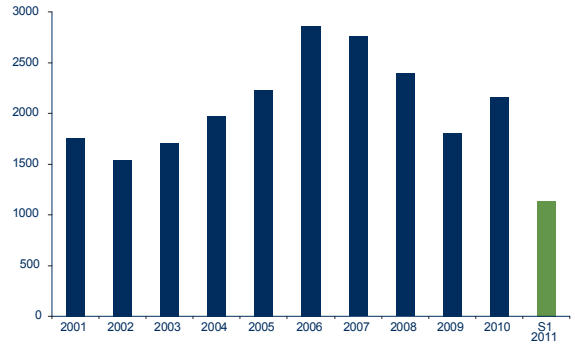
Sur le marché de l'investissement, les secousses actuelles des marchés financiers entretiennent la tendance observée depuis la crise financière de 2008, à savoir la recherche d'actifs défensifs par les investisseurs. Dans cette perspective, les actifs les plus sécurisés - et seulement ceux-ci - continuent à drainer des capitaux domestiques et internationaux. A ce titre, on pourra noter les opérations réalisées par le trio CDC-Predica-SCOR, qui a acquis le siège de Atos à Bezons pour plus de 400 M€, ou encore la première opération de Norges Bank, le fonds souverain norvégien, qui a réalisé sa 1ère opération en France, en prenant une participation de 50 % dans un portefeuille d'environ 1,4 md€.

Immobilier résidentiel : Menace fiscale

L'immobilier résidentiel devrait faire les frais du tour de vis budgétaire et fiscal récemment mis en œuvre par le gouvernement pour tenir ses engagements financiers. La quasi-suppression de l'abattement progressif sur les plus-values immobilières réintègre résidences secondaires et investissement locatif dans le droit commun, c'est-à-dire une fiscalité de 32,5 %. S'il est trop tôt pour mesurer les effets de cette mesure, on peut s'attendre dans un 1er temps à une chute des mises en vente et à une augmentation de l'offre locative, avec des effets de distorsion sur le marché.

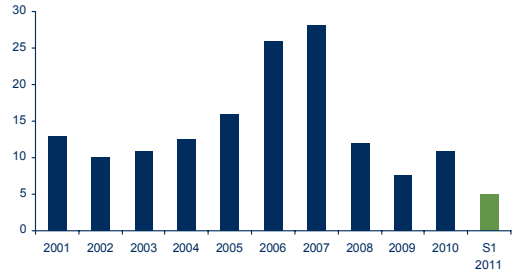
Le dispositif fiscal Scellier est, quant à lui, pénalisé deux fois, par l'alourdissement de la fiscalité sur les plus-values ainsi que par la réduction à 16 % de l'avantage fiscal offert, avant sans doute un nouveau "coup de rabot" en contrepartie de la prolongation du dispositif au-delà de 2012. Une diminution de la commercialisation et des mises en chantier de logements neufs, déjà perceptible, est donc à anticiper, ce qui aura un effet inflationniste dans les zones où la demande de logements n'est déjà pas satisfaite.

Demande placée de bureaux en Ile de France (en milliers de m²)



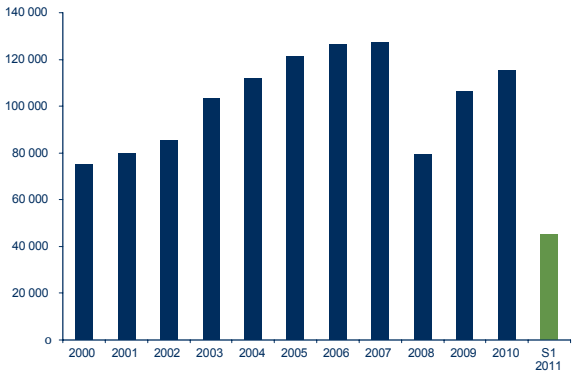
Source Pôle Etudes Immobilières UFG REM, Septembre 2011

Volumes investis en immobilier d'entreprise en France



Source Pôle Etudes Immobilières UFG REM, Septembre 2011

Nombre de ventes de logements neufs par des promoteurs en France (en milliers)



Source : Ministère du Logement, septembre 2011

Focus

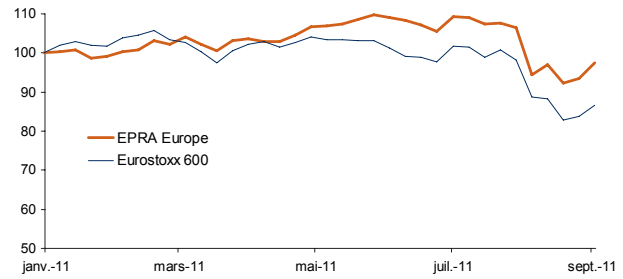
L'immobilier coté : entre résistance et consolidation

Une classe d'actifs très résistante

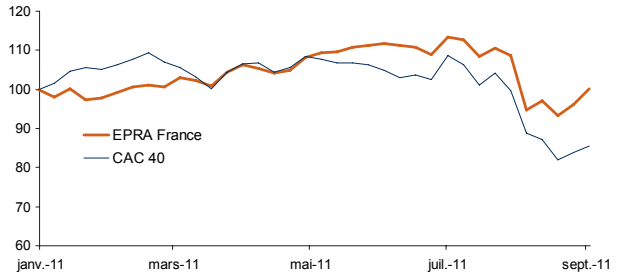
Au cours d'un été de nervosité boursière, le segment des foncières cotées a de nouveau prouvé une grande capacité de résistance, en ligne avec le caractère défensif du sous-jacent immobilier détenu en patrimoine. Ainsi, entre le 1er juillet et le 1er septembre, la correction de l'indice EPRA France est demeurée limitée à environ 11 % (l'action Unibail-Rodamco n'a perdu que 9 %), tandis que le CAC 40 perdait plus de 21 % de sa valeur. En outre, si les cours de Foncière des Régions et Klépierre ont été sanctionnés, c'est en raison de leur exposition spécifique aux économies du sud de l'Europe. Globalement, depuis le début de l'année 2011, la performance des foncières françaises est supérieure de plus de 14 % à celle du CAC 40.

La tendance est la même en Europe : l'indice EPRA a décroché d'environ 11 % pendant les 2 mois d'été, et de seulement 2,5 % depuis le début de l'année, contre respectivement 15 % et 13,5 % pour l'Eurostock 600.

Performance EPRA Europe et Eurostock 600
(base 100 au 01/01/2011)



Performance EPRA France et CAC 40
(base 100 au 01/01/2011)



Une décorrélation qui s'accentue

Dans cette logique, on notera que la décorrelation entre l'immobilier coté et le cours des actions (hors sociétés foncières) s'est nettement accentuée depuis la crise financière de 2008. Ainsi le coefficient "bêta" de l'immobilier, qui s'est élevé à 0,9 entre 2005 et 2007, ne s'élève plus qu'à environ 0,6 en 2011 : l'immobilier coté est redevenu un investissement permettant de diversifier le risque, ce qui explique la résistance de sa performance.

Un modèle économique performant

La résistance des foncières cotées repose sur un modèle économique performant, notamment pour les plus grandes d'entre elles : quelle que soit leur spécialité (bureaux, commerce, logistique, etc.), les foncières détiennent souvent des actifs surperformant leur sous-marché, ce qui leur permet de dégager des revenus locatifs sécurisés ainsi que des gisements de plus-values. Cette stratégie repose sur un horizon d'investissement long, un accès favorisé à la dette et une surface financière large qui leur permet de se positionner en amont dans la chaine du développement ou encore de mener une gestion proactive des portefeuilles (rénovation et arbitrage).

Un secteur en voie de consolidation

Pour autant, le secteur de l'immobilier coté demeure hétérogène et peuplé de petits acteurs faiblement capitalisés dont le patrimoine souffre dans un environnement adverse. Un mouvement de consolidation des foncières est ainsi en cours en Europe, et en particulier en France, où l'avenir du régime SIIC est incertain et où les conditions de la présence des compagnies d'assurances au capital des foncières cotées sera modifié par Solvency II.

Dans cette perspective, la consolidation du secteur des sociétés foncières cotées devrait conduire à l'émergence de grands acteurs européens plus ou moins spécialisés, proposant un placement défensif et mutualisé, ainsi qu'une liquidité substantielle permanente.

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.

XX1322 - Septembre 2011 - Service Communication d'UFG-LFP. Rédaction Antonin Prade. Conception graphique et impression 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