

Immobilier et Perspectives

Lettre trimestrielle de La Française AM | Décembre 2011 - Achevée de rédiger le 06 | 12 | 2011

Convictions et Stratégies

Alors que le contexte économique et financier ne cesse de s'assombrir, l'immobilier persiste à offrir un placement sécurisé alternatif. Pour autant, l'immobilier d'entreprise repose sur un sous-jacent économique dégradé : dans la perspective d'une allocation défensive, la diversification des portefeuilles devra donc respecter en 2012 les principes suivants.

BUREAUX

Par sa taille et sa profondeur, le segment des bureaux offre la plus grande liquidité. Par ailleurs, ce segment bénéficie de la croissance tendancielle, même molle, de l'emploi tertiaire ainsi que de taux de vacance maîtrisés. Enfin, l'indexation des loyers sur l'ICC protège contre les récurrentes poussées inflationnistes.

Bureaux prime : CONSERVER

Le segment des bureaux prime, qui bénéficie depuis 2008 d'un afflux d'acquéreurs recherchant des actifs défensifs et sécurisés, a connu une chute des taux de rendement (4,5 % en novembre 2011). La prime par rapport au taux sans risque (3,70 % pour l'OAT 10 ans en novembre 2011), est désormais trop faible pour justifier un renforcement.

Bureaux neufs : RENFORCER

Les locataires font jouer la concurrence entre immeubles afin de réduire leurs coûts et de rationaliser leur outil de travail. Les actifs neufs, plus performants en termes de charges d'exploitation et de coût d'occupation, captent en priorité cette demande. Par ailleurs, la raréfaction des nouveaux projets depuis 2008 justifie un positionnement renforcé sur les centres-villes et les grands pôles tertiaires.

Actifs secondaires : VALORISER

Une stratégie d'acquisition à des prix attractifs puis de restructuration d'immeubles anciens mais bien situés permet de bâtir des portefeuilles captant à nouveau la demande locative et dont la valeur patrimoniale est reconstituée.

COMMERCES

La conjoncture pèse sur les revenus des ménages et sur les chiffres d'affaires des enseignes tout en accentuant les muta-

tions structurelles que sont l'émergence du e-commerce, les nouveaux comportements des consommateurs ainsi que le développement de nouveaux formats de boutiques.

Commerce prime : CONSERVER

Les boutiques et les grands centres commerciaux bénéficiant d'emplacements n°1 offrent des revenus sécurisés mais sont rares et chers pour les investisseurs.

Les formats gagnants : RENFORCER

Les commerces alimentaires de centre-ville (Carrefour Market, Daily Monop') offrent des caractéristiques défensives et des rentabilités attractives. Les retail parks bénéficiant d'un accès facile, d'une locomotive alimentaire, de commerces de destination (Darty, Décathlon) captent également les clients.

Les formats fragilisés : ALLEGER

Les emplacements secondaires, les centres de taille moyenne et les retail parks vieillissants subissent une dégradation de leurs revenus locatifs et de leurs valorisations.

IMMOBILIER DE DIVERSIFICATION

Afin de diversifier au mieux les portefeuilles, le positionnement sur des segments alternatifs est justifié. Toutefois, la sélection des segments, formats et emplacements dépendra de leur capacité à capter des gisements de croissance et du niveau de pénurie qui les caractérise.

RENFORCER :

- L'hôtellerie susceptible de capter les flux touristiques internationaux, en augmentation structurelle en France
- Les actifs externalisés constituant l'outil de travail pérenne d'entreprises solides
- Les actifs agricoles, et notamment viticoles, bénéficiant de la demande croissante des pays émergents

ALLEGER :

- Les locaux d'activité, qui pâtissent de la désindustrialisation des territoires
- Les entrepôts, durablement pénalisés par la fragilité des transporteurs ainsi que leur rapide obsolescence.

L'immobilier dans son contexte économique et financier

Environnement économique : cercle vicieux

L'économie française, qui avait esquissé une timide reprise au début de l'année 2011, est entrée depuis le mois de septembre dans un ralentissement prononcé. Dans un environnement européen déprimé et une conjoncture mondiale moins porteuse, l'économie française menace de perdre progressivement chacun des moteurs qui pouvaient jusqu'alors la soutenir.

En effet, la consommation des ménages est en berne, sous l'effet de la reprise de la hausse du chômage et de la hausse du prix de l'énergie et des matières premières importées. La production industrielle se heurte à son manque de compétitivité tant sur ses marchés domestiques qu'à l'export. Enfin, la politique de restriction fiscale et budgétaire en vigueur accentue le ralentissement en cours en pesant sur les revenus des ménages et des entreprises.

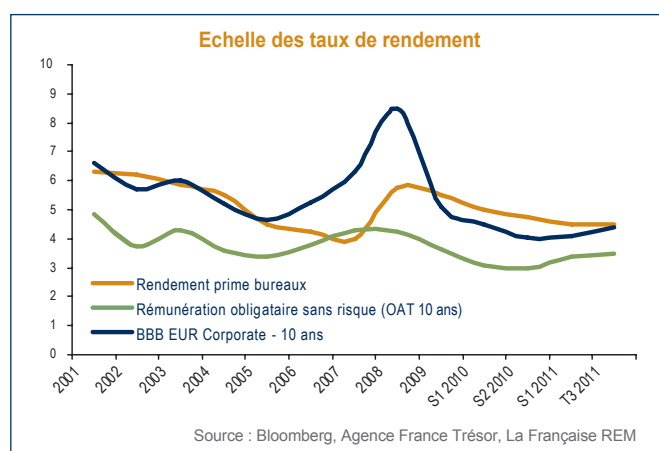
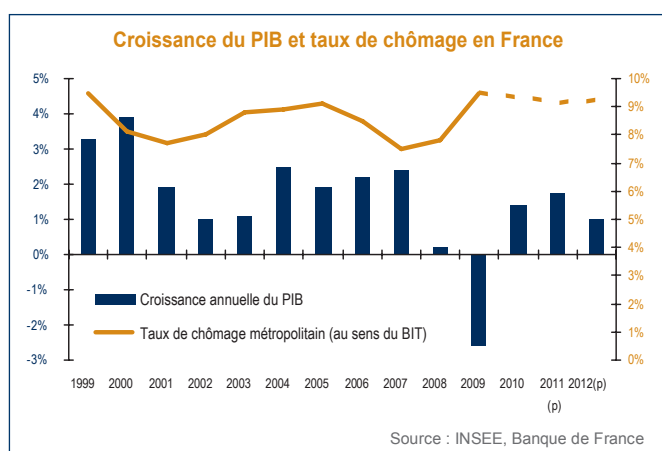
Dans cette perspective, alors que la France devrait stagner au 4^e trimestre 2011, les anticipations de croissance du PIB pour 2012 ont été fortement révisées à la baisse et ne devraient pas dépasser 1 %, voire moins, ce qui nécessitera de nouveaux efforts de resserrement budgétaire.

Environnement financier : "credit crunch" larvé

La crise financière et politique de la zone Euro est entrée dans une nouvelle phase d'aggravation et d'expansion, qui n'épargne plus aucun pays. La question du financement de la dette des pays de la zone Euro, et en particulier celle de l'Italie, ne semble désormais plus pouvoir être réglée que par une opération de création monétaire par la BCE, dont le principe est contraire aux traités européens et inacceptable pour l'Allemagne.

L'incertitude sur l'avenir et la défiance entre les banques détentrices d'une dette à la valeur souveraine aléatoire dessinent un environnement financier dégradé qui dégénère actuellement en "credit crunch" plus ou moins larvé. En effet, alors que les investisseurs se détournent même des obligations de l'Etat, les flux de crédit à l'habitat ont été divisés par deux en 6 mois tandis que le financement par dette de l'immobilier commercial est devenu aléatoire.

En revanche, les segments les plus sécurisés de l'immobilier devraient continuer de bénéficier de cette incertitude et de la grande aversion au risque des investisseurs.



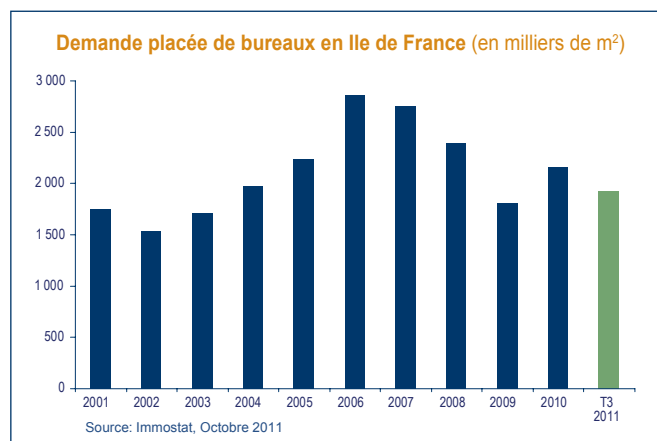
Décryptage de la conjoncture immobilière en France

Immobilier d'entreprise : sur sa lancée, pour l'instant

Le marché locatif des bureaux a connu un 3^e trimestre paradoxalement dynamique, avec une croissance de la demande placée qui atteint 20 % d'une année à l'autre en Ile de France, qui annonce une année 2011 soutenue. On soulignera la conclusion au cours de ce 3^e trimestre de deux transactions emblématiques, à savoir l'implantation de SFR à Saint Denis sur 124 000 m² et celle de Carrefour à Massy sur 85 000 m², représentatives de la préférence des utilisateurs pour les immeubles neufs, qui ont représenté 40 % des transactions. Dans le cadre de cette tendance, le taux de vacance en Ile de France est repassé sous la barre des 7 %, sous l'effet de la raréfaction des offres de première main.

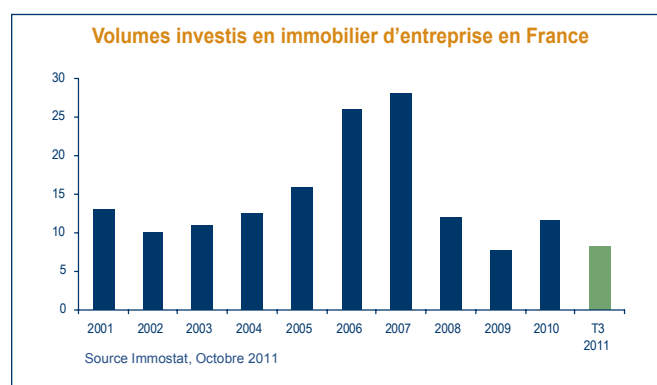
Toutefois, ces indicateurs positifs ne peuvent masquer la détérioration du marché locatif qui s'annonce depuis l'été 2011, et notamment la persistance d'une pression baissière accentuée sur les loyers économiques. En effet, si le niveau d'activité - la demande locative brute - peut s'avérer soutenu en raison de la rotation naturelle des locataires, elle se fait souvent au détriment des immeubles de seconde main, accélérant l'obsolescence du parc, et toujours au prix d'une baisse des loyers. L'allongement de la durée des négociations en est un bon indicateur, au même titre que les exigences croissantes des candidats locataires en matière de mesures d'accompagnement.

Sur le marché de l'investissement, les signaux sont également contradictoires. Les volumes investis devraient se maintenir au-dessus de 10 milliards d'euros, grâce au positionnement de nombreux investisseurs domestiques intervenant principalement en fonds propres (assureurs, caisses de retraites, SCPI) et recherchant des actifs sécurisés. Pour autant, la grande aversion au risque, l'érosion des revenus locatifs, les incertitudes sur le refinancement des emprunts immobiliers existants et le durcissement des conditions de financement constituent autant de freins à l'activité. On note également l'attentisme de nombreux investisseurs non-européens dont on anticipait une arrivée plus massive sur le marché en début d'année.



Perspectives 2012

Tant que le contexte économique et financier européen n'est pas stabilisé, les perspectives s'annoncent sombres et incertaines. Le "credit crunch" qui s'annonce est susceptible de fragiliser des propriétaires de portefeuilles financés par emprunt, tout en créant des opportunités pour les investisseurs en fonds propres. Par ailleurs, la détérioration du marché locatif, tant en bureaux qu'en commerce, rendra les investisseurs encore plus sélectifs et accentuera l'écart entre les actifs prime, considérés comme très défensifs, et les actifs secondaires, dont la liquidité est devenue problématique.



Immobilier résidentiel : Voir notre focus ci-après

L'immobilier résidentiel : entre atterrissage et opportunités

2012, l'année du retournement ?

Au 3^e trimestre 2011, le marché de l'immobilier résidentiel envoie toujours des indicateurs positifs, avec des volumes qui rejoignent leurs niveaux record de 2007 (826 000 logements sur un an) et des prix de transaction orientés à la hausse (+ 6,7 % sur un an). Pour autant, ces chiffres n'intègrent pas encore la dégradation économique en cours.

En effet, le marché résidentiel envoie depuis plusieurs trimestres les signaux d'un retournement qui devrait se concrétiser en 2012, sous l'effet d'un essoufflement de presque tous les moteurs qui le soutenaient jusqu'alors :

- la dégradation de l'environnement macroéconomique et la remontée du chômage,
- le crédit à l'habitat a connu au 1^{er} semestre un resserrement notable (10 md€ de nouveaux crédits par mois depuis juillet contre 25 md€ par mois en décembre 2010) et une remontée progressive des taux d'intérêt (3,9 % en moyenne en octobre 2011 contre 3,4 % en décembre 2010),
- la politique fiscale auparavant favorable est devenue déflationniste avec la disparition programmée du dispositif fiscal Scellier, le rabotage du PTZ+ et l'augmentation de la fiscalité sur la plus-value portant sur les résidences secondaires et l'investissement locatif,
- le sentiment que la valeur des actifs immobiliers a atteint un haut de cycle, ce qui réduit leur caractéristique défensive.

De solides forces de rappel

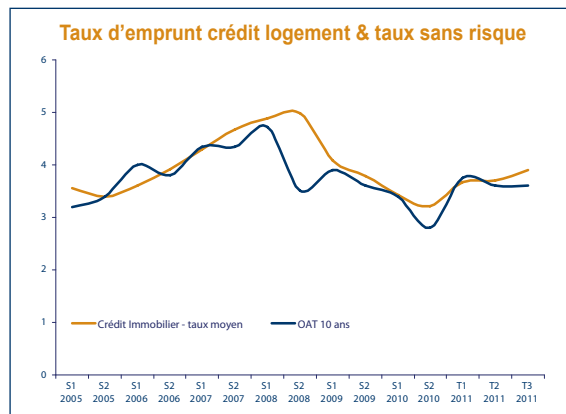
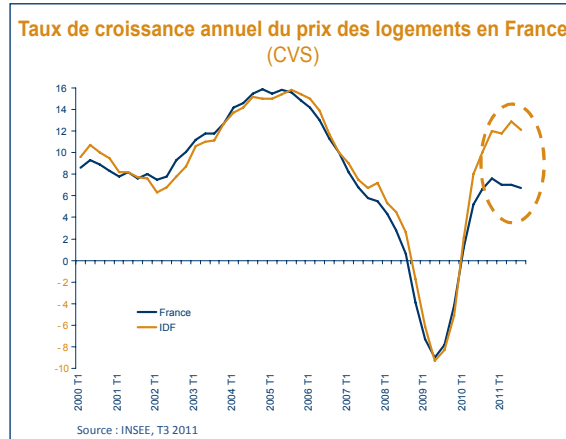
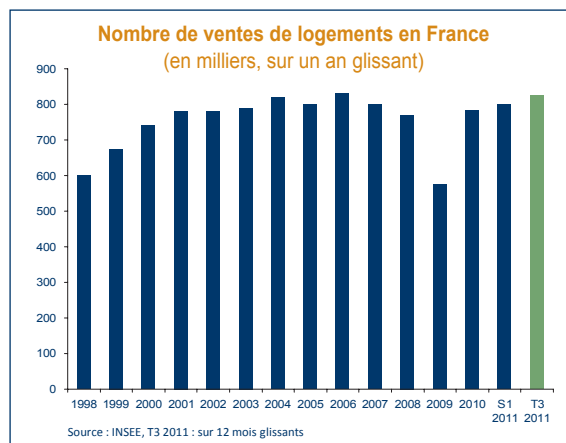
Pour autant, à la différence des marchés résidentiels d'autres pays, comme les Etats-Unis ou l'Espagne, le marché français ne souffre pas d'une suroffre de logements, mais bien d'une pénurie liée à une construction insuffisante de logements neufs et à une tension démographique particulièrement vive en Ile de France, en PACA et en Rhône-Alpes. Selon l'IEIF, le déficit annuel de construction s'élèverait à 118 000 logements entre 2010 et 2015.

Des opportunités de marché

Dans ce paysage écartelé entre fondamentaux démographiques sains et une conjoncture économique et financière dégradant la solvabilité de la demande, une stratégie d'investissement devrait reposer sur les principes suivants :

- dans une stratégie défensive, sélectionner des actifs et des localisations où la demande est forte et structurellement solvable (centre des grandes agglomérations, pôles économiques dynamiques),
- dans une stratégie de création de valeur, saisir les opportunités offertes par les écarts entre prix à la découpe des logements et prix en bloc des immeubles.

D'un point de vue tactique, enfin, des propriétaires institutionnels fragilisés devraient en 2012 mettre sur le marché des portefeuilles de logements liquides et offrant des décotes de bloc, susceptibles d'offrir des opportunités.



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. La Française AM ne saurait être tenue 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 La Française AM.