

Immobilier et Perspectives

Lettre trimestrielle de La Française AM | Mars 2012 - Achevée de rédiger le 23 | 02 | 2012

Convictions et Stratégies

En rupture avec l'environnement financier et macroéconomique, l'immobilier français a clôturé l'année 2011 sur une note dynamique, où les volumes engagés ont rebondi pour atteindre un niveau honorable de 16,1 md€, contre 9 md€ en 2009. Toutefois, plusieurs forces de soutien manqueront au marché en 2012 :

La persistance d'une aversion au risque élevée :

Pour les investisseurs, le marché se réduit aux actifs les plus sécurisés, les mieux situés et les plus récents. Les quelques opérations de développement en blanc sont restées marginales en 2011 et devraient encore se raréfier. La recherche de la composante défensive et de rendements réguliers l'emporte sur les stratégies de création de valeur.

La fin de l'article 210E :

S'il est difficile d'avoir une estimation des opérations de cession avancées à 2011 pour bénéficier d'un régime de fiscalité réduite sur les plus-values, l'effet d'aubaine a toutefois indéniablement constitué un stimulant qu'on ne retrouvera pas en 2012.

Le gel du crédit et la perspective du "mur de la dette" :

Après un 1^{er} semestre 2011 assez dynamique, de nombreuses banques ont annoncé la réduction, voire l'arrêt, du financement d'acquisitions immobilières. Par ailleurs, l'augmentation du coût de la liquidité pour plusieurs établissements, ainsi que celle des marges pratiquées, a conduit à une hausse sensible des coûts de financement pour les investisseurs. Enfin, l'incertitude sur le refinancement des portefeuilles acquis avec effet de levier entre 2006 et 2008 constituera nécessairement un frein au marché.

La perspective d'une macroéconomie dégradée :

Après la dégradation des anticipations macroéconomiques à partir de septembre 2011, de nombreux acteurs intègrent la perspective d'une correction des loyers et des niveaux d'occupation moins élevés, ce qui augmente d'autant l'aversion au risque et la sélectivité des acquéreurs.

Cependant, dans cet environnement dégradé par des tendances principalement exogènes, notre appréciation de l'immobilier, et de ses caractéristiques intrinsèques, demeure positive :

Absence de crise de surproduction :

L'immobilier français se protège par un schéma malthusien où ne sont construits que des immeubles déjà loués ou quasiment sûrs de l'être. Faute de croissance, cette gestion de la rareté préserve les taux d'occupation, les valeurs locatives et les rendements, au détriment toutefois de la modernisation du parc.

Un sous-jacent économique diversifié et doté d'une grande capacité d'adaptation :

Le tissu économique français montre une grande capacité d'adaptation face à une conjoncture atone: les entreprises prennent peu de risque, préservent leurs marges et s'endettent modérément. Dans ce contexte, les impayés et les défauts des locataires demeurent exceptionnels.

La consommation résiste

En mutation permanente, l'immobilier commercial peut également s'appuyer en France sur un niveau de consommation qui peut ralentir, sans néanmoins jamais violemment se contracter, comme cela a pu être le cas dans d'autres pays développés touchés par une récession.

Des zones d'inefficience de marché créant des opportunités

Le retrait d'investisseurs averses au risque crée des segments de marché potentiellement attractifs, qui devraient bénéficier du retour à un environnement économique plus favorable. Sont ainsi envisageables des stratégies alternatives fondées sur la rénovation "durable" d'immeubles de bureaux bien situés, le développement de locaux de PME-PMI dans l'optique d'une réindustrialisation du territoire, ou encore la détention longue de portefeuilles de logements, etc.

L'immobilier dans son contexte économique et financier

Environnement économique : perspectives atones

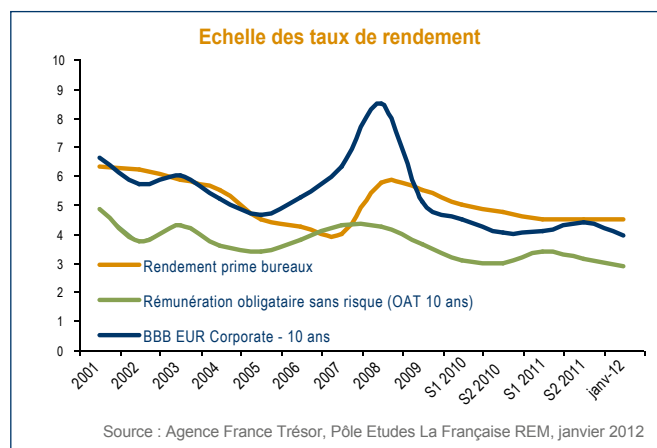
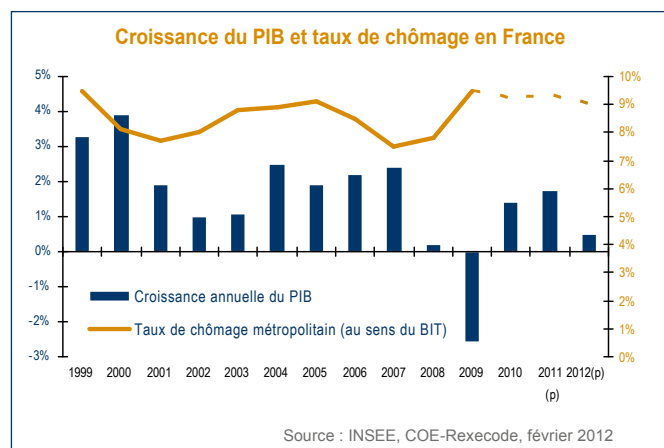
La France et une grande partie de la zone euro sont retombées au cours de l'année 2011 dans une conjoncture économique ralentie et incertaine. La reprise de la hausse du chômage, la faiblesse de la compétitivité à l'exportation de l'industrie française (la balance commerciale atteindra en 2011 un niveau annuel record d'environ 70 md€) et les mesures d'austérité gouvernementales sont autant d'éléments qui s'ajoutent à la hausse du prix des matières premières importées pour freiner l'activité.

Les perspectives à moyen terme indiquent une croissance atone au cours du 1^{er} semestre 2012, qui serait suivie d'une légère reprise économique au 2nd semestre. Au cours de l'année 2012, les bonnes nouvelles pourraient provenir d'une reprise économique aux Etats-Unis, d'un endiguement du "credit crunch" latent par la BCE et d'un repli du coût des matières premières. Toutefois, cette reprise restera bridée par des mesures de rigueur devenues durables, la faiblesse de la consommation des ménages et surtout par la grande incertitude ambiante liée à l'avenir financier de la zone euro ainsi qu'aux échéances électorales de 2012. Une éventuelle reprise économique en France n'est pas attendue avant le 2nd semestre 2012, voire 2013.

Environnement financier : "credit crunch" latent

En matière d'environnement financier, l'immobilier d'investissement s'est inscrit à la fin de l'année 2011 dans un contexte de marché rendu particulièrement incertain par la perspective d'une récession en Europe, la fragilité de la situation financière des Etats de la zone euro et le ralentissement des pays émergents. Prenant acte de la situation et de l'incapacité des états européens à rétablir la confiance, la BCE est enfin intervenue en baissant ses taux directeurs et en offrant une source de financement illimitée et peu chère aux banques européennes.

A l'orée de 2012, l'immobilier d'investissement se retrouve donc menacé par la situation de nécessaire "deleveraging" de banques européennes fragilisées et dès lors peu susceptibles de financer – ou de refinancer – des actifs immobiliers. En revanche, les segments les plus sécurisés de l'immobilier continuent à jouer leur rôle d'investissement alternatif défensif pour les investisseurs à long terme opérant essentiellement en fonds propres.



Décryptage de la conjoncture immobilière en France

Immobilier d'entreprise : fin d'année dynamique

Dans un environnement économique délicat, le marché des bureaux en France a connu une année 2011 paradoxalement dynamique, avec une demande placée en Ile de France qui atteint environ 2,4 millions de m², soit une croissance 14 % d'une année sur l'autre.

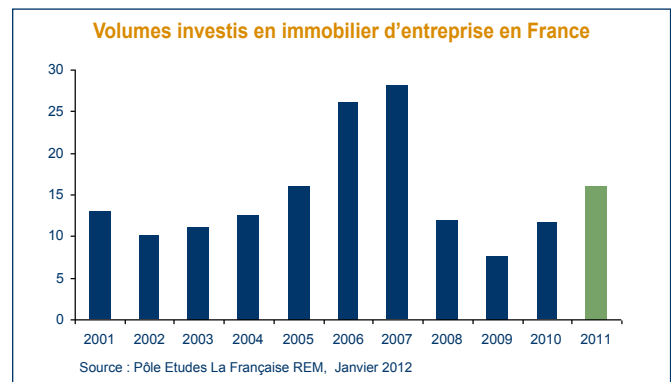
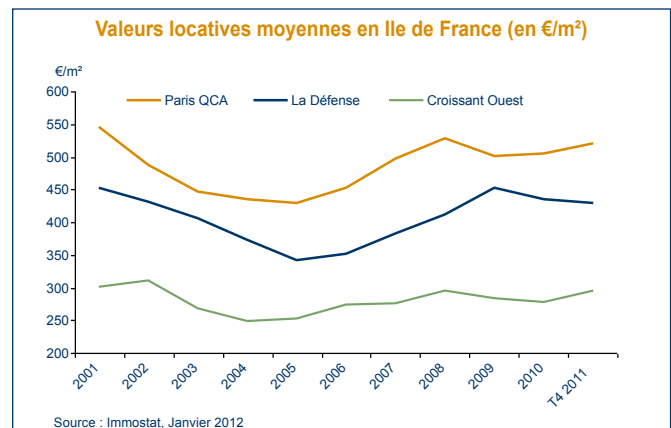
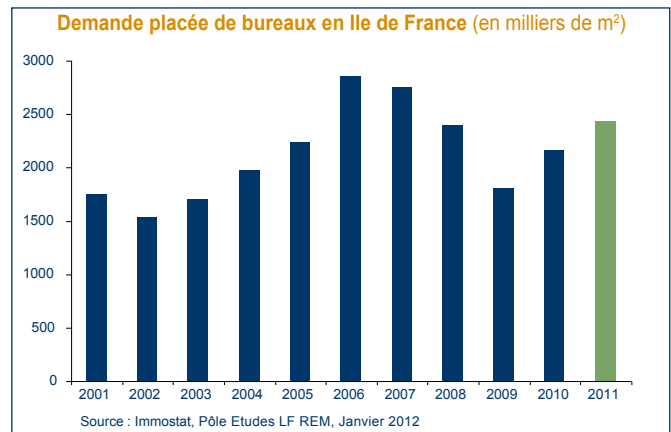
Toutefois, ces indicateurs positifs ne peuvent masquer la détérioration du marché locatif qui s'annonce depuis l'été 2011, et notamment la persistance d'une pression baissière accentuée sur les loyers économiques. En effet, si le niveau d'activité - la demande locative brute - peut s'avérer soutenu en 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. Plus largement, le marché des bureaux, privé du moteur de la croissance économique, parvient à préserver sa stabilité et un taux de vacance de 7 % grâce au gel de la construction et aux mouvements des entreprises cherchant à réduire leurs coûts à l'intérieur d'un parc figé.

Sur le marché de l'investissement, malgré un environnement économique et financier délicat, les volumes investis ont presque atteint 16 md€ sur l'année, grâce à un T4 2011 très dynamique (mais stimulé par la fin au 31/12 de l'avantage fiscal offert par le statut SIIC). Au 4^e trimestre 2011, les taux de rendement sont restés stables, avec un taux prime à 4,5 % dans Paris, à 5,50 % en 1^{re} couronne et à 6 % environ en régions. La prime sur ces taux est cependant susceptible d'augmenter fortement en fonction du risque locatif ou du niveau technique des bâtiments.

Immobilier résidentiel : Essoufflement

Au 4^e trimestre 2011, le marché de l'immobilier résidentiel français envoie toujours des indicateurs positifs, avec des transactions qui s'inscrivent toujours en augmentation et rejoignent leurs niveaux record de 2007 avec 826 000 logements vendus (+ 6 % sur un an après + 32 % en 2010). Les prix de transaction demeurent eux-mêmes toujours orientés à la hausse (+4,3 % sur un an) mais semblent observer une phase de freinage en fin d'année. Si la croissance des valeurs reste élevée en Ile de France, elle n'atteint plus que 2,3 % sur un an en régions, où certains segments de marché affichent même des baisses. De fait, le marché résidentiel envoie depuis plusieurs trimestres les signaux d'un retournement sous l'effet d'un essoufflement de presque tous ses moteurs : contraction drastique des crédits à l'habitat, inversion de la politique fiscale, sentiment généralisé de haut de cycle... Pour autant, persistent de solides forces de rappel et notamment une pénurie relative et localisée de logements, en particulier en Ile de France.

Dans ce contexte où s'exercent des forces contraires, la correction de 2012 devrait donc s'avérer assez limitée et comprise, en moyenne sur l'ensemble du territoire et pour les logements anciens, entre 0 % et 7 %, selon les différents observateurs de marché. De fait, les marchés les plus demandés pourraient être immunisés contre cette correction.



Les charmes discrets de l'immobilier d'hôtellerie

Des fondamentaux économiques solides et diversifiés

L'hôtellerie française repose sur des fondamentaux solides et diversifiés, et en particulier sur un tourisme étranger dynamique : la France est ainsi la première destination touristique mondiale, avec 77 millions de visiteurs en 2010 et 46.3 mds USD de revenus (3^e rang mondial). A l'horizon 2020, se développera une nouvelle clientèle en provenance des pays émergents, avec une croissance supérieure à 7 % par an. En revanche, une partie de l'activité hôtelière repose sur une demande domestique (tourisme domestique et tourisme d'affaires) aujourd'hui ralentie.

En matière d'offre, le parc français a reculé de 5 % entre 2006 et 2010, permettant la reprise du taux d'occupation, tombé à un point bas d'environ 63 % en 2009.

Une année 2011 positive

Dans ce contexte, et sans retrouver ses niveaux de 2007, l'hôtellerie française a affiché en 2011 une activité en progression, grâce notamment à un 1^{er} semestre dynamique, tant en termes de taux d'occupation (65 %) que de revenu par chambre (REVPAR). Selon les catégories, les performances restent toutefois divergentes :

- Principalement exposée à la demande domestique, la fréquentation des hôtels de catégorie économique et 2 étoiles a stagné (+0,8 %) mais a pu être compensée par une hausse du prix des chambres (+2,1 %).
- Le segment des 3 étoiles a été soutenu (REVPAR +6 %) par une légère reprise économique au 1^{er} semestre et par un calendrier événementiel drainant la demande d'affaires.
- Bénéficiant du tourisme international, le REVPAR du segment des 4 étoiles et du haut de gamme a surperformé en 2011 (>10 %), en particulier à Paris et en PACA.

Le retour des investisseurs immobiliers

Dans ce contexte de reprise, l'investissement en immobilier hôtelier a connu une reprise marquée (1,6 md€ investis en 2011, cf. graphique ci-joint). La reprise des engagements a été en particulier tirée par des opérations d'acquisitions emblématiques réalisées par des investisseurs étrangers, et en particulier du Moyen-Orient, sur des actifs haut de gamme.

Perspectives 2012

Malgré un contexte économique morose, la reprise du secteur devrait se poursuivre en 2012, bien qu'à un rythme moins soutenu. A nouveau, les catégories supérieures, tirées par la clientèle internationale, devraient tirer leur épingle du jeu.

Pour les investisseurs, les opportunités de marché proviendront notamment des opérations de "sale & lease-back", qui devraient augmenter.

Les principales transactions hôtelières en 2011

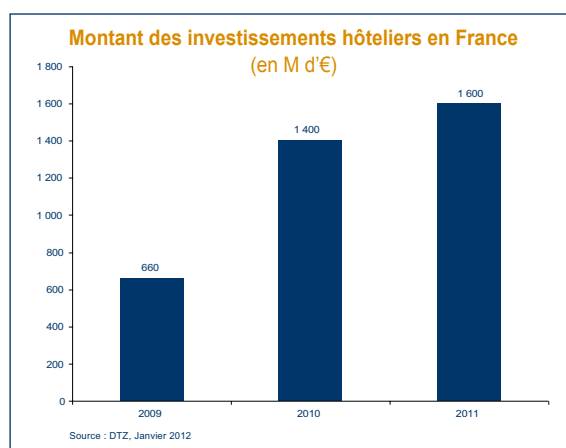
Hôtel Concorde Montparnasse, cédé par Starwood au groupe Ferré Hôtels (87 M€)

Hôtel Marriott Champs Elysées, cédé par Union Invest (Allemagne) à ADIA (Abu Dhabi) (215 M€)

Hôtel Pullman de Paris Bercy, cédé par Accor à APG (PB) et GIC (Singapour) (105 M€)

Hôtel Carlton de Cannes, cédé en portefeuille par Morgan Stanley à un privé libanais en 2011, qui l'a revendu en 2012 à un investisseur du Qatar (montant estimé : 200 mn€)

7 hôtels Novotel, cédés par Accor à un OPCI géré par La Française REM et regroupant des investisseurs institutionnels (77M€)



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.