

## Convictions et Stratégies

### L'immobilier d'entreprise français, plus que jamais pertinent

Le marché de l'investissement en immobilier d'entreprise français, qui tourne au ralenti depuis le début de l'année 2012, a été marqué par l'arrivée massive d'investisseurs étrangers, qui illustre les qualités intrinsèques de la classe d'actifs immobilière dans un environnement d'aversion au risque généralisée.

### Un cycle d'investissement jusqu'ici tiré par les investisseurs domestiques

Après la vague, puis le retrait, de capitaux étrangers au cours du cycle précédent, les investisseurs français, tant institutionnels que privés et utilisateurs, avaient depuis 2009 repris pied sur leur marché domestique. Au cours des 3 années précédentes, leur part dans les engagements avait atteint plus de 60 % des volumes investis, sous l'impulsion d'une forte collecte des SCPI, des assureurs et des caisses de retraites.

Si les investisseurs non-domestiques ne cachaient pas leur intention d'investir en France, considéré, avec le Royaume-Uni et l'Allemagne, comme un des trois grands marchés sécurisés d'Europe, la vague attendue ne s'était pas produite. Les allemands, historiquement présents en France, étaient fragilisés, tandis que les investisseurs du Moyen-Orient se cantonnaient aux palaces et à quelques opérations emblématiques sur les Champs-Élysées.

### Vague massive de capitaux non domestiques

Or, depuis le 3<sup>e</sup> trimestre 2011, une vague massive d'investissements non domestiques s'est déclenchée, portée par de nouveaux entrants scandinaves, asiatiques, américains, etc., ainsi que par des habitués du marché français en provenance du Moyen-Orient, de Singapour ou du Canada. Alors que les statistiques d'investissement pour l'ensemble du 1<sup>er</sup> semestre 2012 n'étaient pas encore disponibles à l'écriture de cette lettre, il fait peu de doute que la part des engagements étrangers dépasse désormais largement 50 %.

Ce mouvement repose sur la conviction que la partie la plus sécurisée de l'immobilier français, tant en bureaux qu'en commerce et en hôtellerie de luxe, continuera de surperformer la macroéconomie domestique sous-jacente, même déprimée, et à préserver, grâce à une rareté patente, la valeur du capital ainsi que les revenus locatifs. Par ailleurs, l'immobilier d'entreprise continuera d'offrir une couverture de long terme contre l'inflation, une préoccupation majeure hors de nos frontières. Pour ces investisseurs réfractaires au risque et raisonnant à long terme, la logique de diversification et de stabilité des cash-flows est plus importante que le point d'entrée dans le cycle, dont l'impact finit par être lissé.

### Sélectivité et partenariats

Dans cette perspective, les grands institutionnels étrangers mettent en œuvre une sélection d'actifs rigoureuse, où la sécurité locative et la qualité technique des immeubles est importante, mais où la qualité de l'emplacement prévaut sur tous les autres critères. Par ailleurs, ils se positionnent sur de gros actifs, plus rares sur le marché locatif d'une part, et moins soumis à la concurrence entre investisseurs d'autre part.

En termes de mise en œuvre de cette stratégie, à la différence du cycle précédent, les nouveaux entrants privilégient les solutions sur mesure que peuvent procurer un partenariat, voire une joint-venture avec un acteur local historique, disposant d'une capacité de sourcing d'actifs, de gestion locative et technique des immeubles. Ce modèle se généralise au détriment des représentations locales, coûteuses, et des fonds discrétionnaires, inadaptés aux stratégies personnalisées. A l'entrée sur un marché inconnu, c'est également un outil d'alignement d'intérêts et de réduction des risques.

# L'immobilier dans son contexte économique et financier

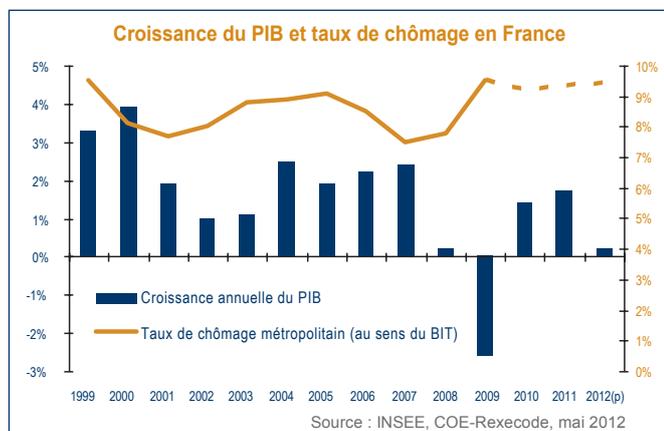
## Environnement économique : atonie

La France et une grande partie de la zone euro sont retombées à la fin de l'année 2011 et au cours de la 1<sup>re</sup> partie de 2012 dans une situation économique oscillant entre la récession et l'atonie. Au 1<sup>er</sup> trimestre 2012, l'immobilier d'entreprise en France s'est donc inscrit dans un contexte d'activité économique atone, où la récession technique n'a été évitée que de peu. En effet, selon l'INSEE, la croissance du PIB aura été nulle sur 3 mois, après un très faible 0,1 % au cours du T4 2011, qui plus est dans un climat d'incertitude et d'attente lié à la période électorale.

L'économie française reste pénalisée par un environnement international très peu porteur, en particulier en zone euro, où la situation grecque est devenue inextricable. Dans le reste du monde, le ralentissement est désormais perceptible, et en particulier en Chine et en Inde, où l'économie connaît une nette décélération. Le déficit commercial français a atteint le niveau record de 70 milliards d'euros en 2011, avec des exportations dont le rythme de croissance a été divisé par deux en un an et une facture pétrolière en augmentation. Par ailleurs, la reprise de la hausse du chômage à partir de l'été 2011 et les mesures d'austérité en vigueur contraignent la demande intérieure.

En matière de perspectives, les seules bonnes nouvelles sont susceptibles de venir de l'assouplissement du prix des matières premières, en particulier énergétiques, et de la chute du cours de l'euro, qui pourrait rendre à la zone euro un surcroît de compétitivité.

La croissance du PIB français est désormais attendue aux alentours de 0,5 % sur l'ensemble de l'année 2012, avec une atonie au cours du 1<sup>er</sup> semestre, qui serait suivie d'une légère reprise économique au 2<sup>e</sup> semestre.

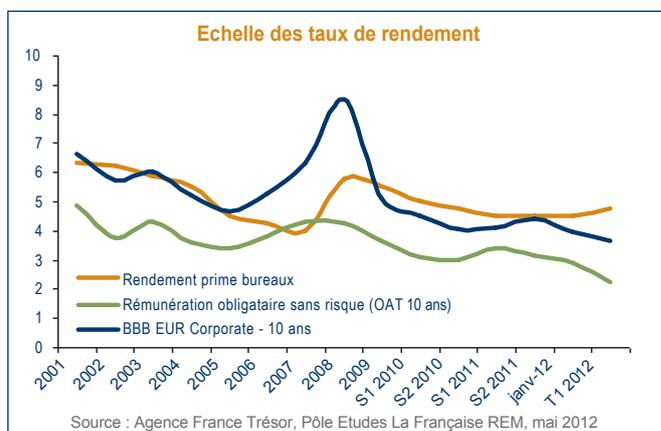


## Environnement financier : paradoxes

En matière d'environnement financier, l'immobilier d'investissement s'est inscrit au 2<sup>e</sup> trimestre 2012 dans un contexte de marché rendu particulièrement incertain par la perspective d'une sortie de la Grèce de la zone euro, par les inquiétudes sur le système bancaire et sur le secteur public en Espagne et par la fragilité générale des banques européennes.

Alors que la BCE avait réussi à la fin 2011 à ramener un peu de calme sur les marchés en baissant ses taux directeurs et en offrant une source de financement illimitée et peu chère aux banques européennes, l'incendie a repris et se heurte à nouveau à la même impuissance politique dans la zone euro.

Pour autant, alors qu'une situation de "credit crunch" et de "deleveraging" forcé se dessinait, alors que le volume des crédits à l'habitat a été divisé par deux en France depuis le début de l'année, on notera la persistance d'une relative disponibilité de crédits pour l'acquisition d'actifs très sécurisés en immobilier d'entreprise, alimentée notamment par de nouveaux acteurs non bancaires se positionnant sur un marché déserté par les banques.



# Décryptage de la conjoncture immobilière en France

## Immobilier d'entreprise : attentisme

Dans un environnement économique compliqué doublé d'une séquence électorale, le marché des bureaux en Ile-de-France a ralenti au T1 2012. Les grandes transactions ont été rares, entreprises et administrations faisant preuve d'attentisme. 75 % des grandes opérations ont été réalisées sur des surfaces neuves en périphérie, illustrant la stratégie persistante de réduction des coûts des utilisateurs. Dans ce contexte, les valeurs locatives oscillent entre érosion et stabilité, selon les secteurs. Le taux de vacance demeure stable : faute de croissance, l'équilibre du marché est maintenu depuis 2008 par le quasi-gel des mises en chantier.

Dans les métropoles régionales, l'activité est dépendante du tissu économique local. Ainsi les marchés nantais et lyonnais demeurent dynamiques, alors que Lille et Marseille, plus dépendants de la demande publique, tournent au ralenti.

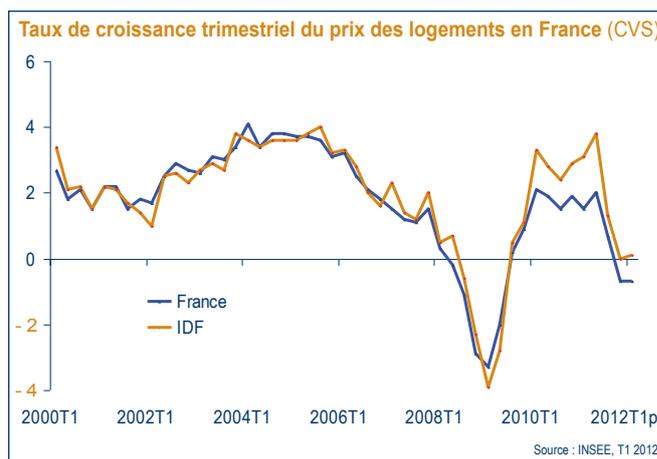
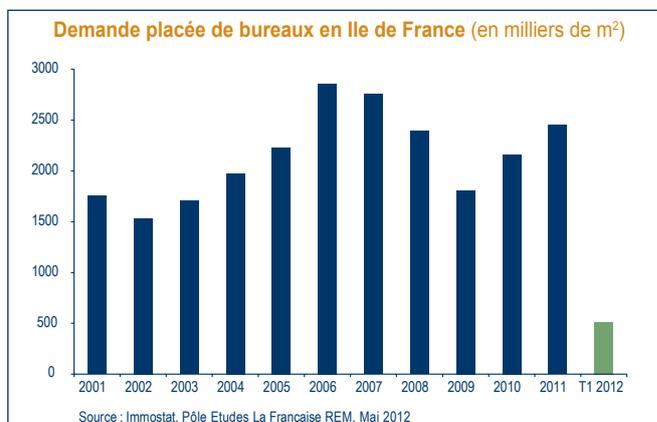
Sur le marché de l'investissement, l'activité s'est avérée peu dynamique, avec 1,8 md€ engagés au T1 2012 contre 6,6 md€ au T4 2011. Le marché est marqué par l'attentisme et l'aversion au risque, justifiés par la conjoncture, les difficultés de financement et l'incertitude liée à la période électorale. Pour autant, l'appétit pour la classe d'actifs immobilière demeure élevé, mais sélectif. L'intérêt des investisseurs français et des grands institutionnels étrangers, se porte ainsi en priorité sur les meilleurs immeubles de bureaux parisiens, tels que les sièges de Cartier, du Figaro ou d'Accenture. En commerce, le Virgin des Champs Elysées a été cédé à un fonds souverain du Moyen-Orient. Illustrant la vive concurrence que se livrent les acquéreurs, les taux de rendement demeurent stables, avec un taux prime à 4,75 % dans Paris, à 5,50 % en périphérie et à 6 % environ en régions.

## Immobilier résidentiel : fléchissement

Depuis le début de l'année 2012, le marché résidentiel est entré dans une phase de fléchissement se manifestant notamment par une chute des transactions, principalement du fait de la diminution de 25 %, des nouveaux crédits à l'habitat. Elle est également le fait de l'évolution fiscale (fin du dispositif Scellier et réforme de la taxation des plus-values) ou réglementaire (blocage des loyers) en vigueur ou à venir.

Par ailleurs, selon l'INSEE, la tendance baissière localement entrevue fin 2011 s'est confirmée au T1 2012 : les valeurs ont en moyenne diminué de 0,7 %. La correction, plus marquée pour les maisons (- 1 %) que pour les appartements (- 0,3 %), indique un fléchissement géographiquement différencié, une tendance confirmée par des prix stables en Ile de France (+ 0,1 %) mais en baisse en régions (- 1 %).

Pour autant, si la solvabilité de la demande peut être questionnée par l'environnement économique et financier, le besoin structurel de logements et la rareté des fonciers urbains disponibles dans les principaux bassins démographiques et économiques (IDF, Rhône-Alpes, PACA) constituent de puissants soutiens du marché.



## Bureau et habitation : corrélation ou divergence ?

La perspective d'une entrée potentielle de l'immobilier résidentiel dans une phase baissière au début 2012 induit naturellement la question d'une trajectoire similaire pour l'immobilier d'entreprise. En effet, l'assimilation entre les deux principaux segments de la même classe d'actifs est tentante, et pour tout dire médiatiquement fréquente. Toutefois, l'évolution comparée des prix des appartements et des bureaux prime à Paris, deux sous-segments liquides pour lesquels des données existent depuis 1980 contredisent factuellement cette intuitive idée de convergence.

### Les bureaux à Paris : croissance moyenne et forte cyclicité

La valeur des bureaux prime à Paris a suivi une tendance haussière sur le long terme : en prix courants, la croissance annuelle moyenne a atteint 5 % depuis 1980. En 31 années, le prix moyen de ce segment a été multiplié par 4,6. Cette croissance, loin d'être régulière, a été scandée par 3 cycles entiers (1985-97 ; 1997-04 ; 2004-09) et un cycle entamé (2009 - ?), qui ont tendance à raccourcir et à rejoindre les cycles économiques.

### Les appartements à Paris : croissance élevée et cycles longs

Sur la même période, les prix des appartements ont connu une hausse beaucoup plus marquée puisque la croissance annuelle moyenne atteint 6,8 %, soit des valeurs multipliées par 7,8. Les cycles résidentiels sont beaucoup plus longs puisqu'on ne distingue qu'un cycle entier (env.1980-97) et la phase haussière du cycle suivant (1997- ?). La divergence intervient au retournement conjoncturel de 2001 : alors que les bureaux corrigent, les prix du résidentiel vont augmenter pendant 10 ans, période pendant laquelle ils augmentent de 170 %, contre... 25 % pour le bureau.

**Corrélation historique entre les performances des bureaux et des logements parisiens**

	Actions françaises	Bureaux Paris	Foncières cotées	Immobilier Entreprise	Livret A	Logement Paris	Or	SCPI	SICAV monétaires	SICAV obligataires
<b>sur 20 ans (fin 1991 - fin 2011)</b>										
Actions françaises	100%	37%	59%	21%	-13%	-9%	19%	15%	-11%	12%
Bureaux Paris	49%	100%	34%	43%	-59%	54%	28%	33%	-44%	-30%
Foncières cotées	65%	36%	100%	47%	-40%	14%	23%	34%	-29%	17%
Immobilier Entreprise	20%	42%	39%	100%	-71%	59%	42%	87%	-51%	-23%
Livret A	24%	12%	7%	-10%	100%	-80%	-53%	-68%	91%	45%
Logement Paris	10%	63%	11%	57%	-7%	100%	37%	68%	-67%	-53%
Or	-1%	-3%	18%	24%	-25%	-1%	100%	53%	-38%	-8%
SCPI	21%	37%	31%	88%	3%	66%	29%	100%	-41%	-20%
SICAV monétaires	-	-	-	-	-	-	-	-	100%	52%
SICAV obligataires	40%	3%	35%	-3%	73%	-17%	-3%	8%	-	100%
<b>sur 30 ans (fin 1981 - fin 2011)</b>										

\* Corrélations sur 5 et 20 ans : partie supérieure des tableaux ; Corrélations sur 10 et 30 ans : partie inférieure des tableaux.  
Sources : IEIF d'après Banque de France, Caisse des Dépôts, CB Richard Ellis, Cote officielle du lingot d'or des agents de change, EDHEC, Euronext, Teletels, IEIF, INSEE, Jacques Frigot, Notaires de Paris Ile-de-France, CLAP



### Des moteurs différents

De fait, si certains moteurs sont communs aux deux segments, comme les taux et l'accès au crédit, certains sont spécifiques. Ainsi l'immobilier résidentiel est très sensible à la fiscalité, à la solvabilité des ménages, à une production de logements très réglementée et à la démographie. De son côté, le bureau dépend des loyers, de la santé des entreprises, d'une production auto-régulée, ainsi que de l'organisation et de la compétitivité du territoire. On notera que la valeur du foncier n'est plus une variable explicative commune, tant les changements d'affectation sont devenus réglementairement difficiles.

De fait, s'il existe entre immobilier résidentiel et immobilier de bureaux parisien une corrélation positive, elle est loin d'être totale : sur 20 et 30 ans, la corrélation entre les deux segments est respectivement comprise entre 54 % et 63 %.

### Des perspectives divergentes

Dans ce cadre, il est raisonnable d'anticiper l'entrée de l'immobilier résidentiel dans une phase d'ajustement dont l'ampleur reste à apprécier. En revanche, les bureaux parisiens devraient continuer à bénéficier de taux de rendement faibles jusqu'au retour de la croissance. A ce moment, compte tenu d'une offre très limitée, la reprise cyclique devrait stimuler tant les valeurs locatives que les valeurs vénales.

*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.*