

# Immobilier et Perspectives

Lettre trimestrielle de La Française AM | Septembre 2012 - Achevée de rédiger le 17 | 09 | 2012

## Convictions et Stratégies

### La croissance et la rareté

Dans un environnement à la fois récessif et incertain, l'immobilier d'entreprise continue d'offrir des performances loin d'être garanties par d'autres classes d'actifs. Ainsi, l'indice IPD France a atteint en 2011 une performance totale de 8,4 %, alors qu'au cours de la même période, la performance globale du CAC 40 affichait environ - 13 % et celle de la dette souveraine française était inférieure à 5 %. En 2012 et 2013, l'immobilier continuera d'offrir globalement un rendement locatif stable ainsi que des valeurs préservées.

Toutefois, au-delà d'indéniables caractéristiques structurelles l'immunisant partiellement et temporairement de la conjoncture, une partie de l'immobilier devrait nécessairement subir les effets d'une conjoncture dégradée. Dans cette perspective, un recadrage des stratégies d'investissement s'avère nécessaire.

### Des caractéristiques temporairement immunisantes

La majeure partie de l'immobilier, et pas seulement les actifs prime, fait mieux que résister à la conjoncture, grâce notamment à des effets d'inertie et de décalage. En effet, des expertises au mieux trimestrielles, des cessions nécessitant plusieurs mois constituent finalement un amortisseur efficace à la volatilité des marchés financiers. La durée ferme des baux amortit également l'impact d'une récession. Ne pas payer son loyer est une extrémité en période de chute d'activité. Ceci explique notamment le très faible taux d'impayés observés dans le patrimoine de La Française REM, même en période de récession. De fait, loyers de marchés et loyers indexés ne suivent au jour le jour ni la conjoncture, ni l'inflation des prix, mais s'alignent avec retard sur la macroéconomie, ce qui permet d'afficher des performances décalées, et donc une forme de résistance.

### L'immobilier est exposé à la conjoncture économique et financière

Pour autant, l'immobilier d'entreprise repose indéniablement sur un sous-jacent économique aujourd'hui malmené : le bureau est principalement tiré par les créations d'emplois, au point mort ; le commerce repose sur la consommation des ménages, atone ; l'hôtellerie sur l'activité touristique, volatile ; l'habitation sur les revenus des ménages, en stagnation, etc. Par ailleurs, l'immobilier n'est pas à l'abri de la pression fiscale accrue pesant sur les détenteurs de patrimoine.

En vertu de ces multiples corrélations, et malgré une indéniable capacité de résistance, une partie de l'immobilier n'est pas complètement épargnée par les aléas de son environnement économique.

### Une stratégie d'investissement pertinente doit combiner convictions sectorielles et sélectivité

Dans ce contexte, une stratégie avisée d'investissement sélectif devra impérativement reposer sur l'un et/ou l'autre des principes suivants : la croissance et la rareté.

Etonnamment, faute de croissance générale, certains sous-segments immobiliers demeurent en effet tirés par une dynamique spécifique. C'est le cas, par exemple, des immeubles de bureaux neufs ou restructurés, aux normes environnementales (voir notre focus en page 4), qui remplacent progressivement les immeubles obsolètes. On peut citer également l'hôtellerie, tirée par la hausse tendancielle de la clientèle étrangère en France. La dynamique des locaux PME-PMI, également dans une logique de renouvellement du parc, des data-centers, des bâtiments liés au secteur de la santé, est indéniable. A contrario, la valeur des bureaux dans le QCA, des commerces prime, du viticole haut de gamme est fondée sur leur relative et durable rareté.

En période de gros temps économique, c'est en respectant dans une stratégie patrimoniale l'un ou l'autre de ces principes que seront préservés tant les revenus locatifs que la valeur des actifs.

# L'immobilier dans son contexte économique et financier

## Environnement économique : en plein "double-dip"

A la rentrée 2012, l'économie française, privée de tous ses moteurs, tourne au ralenti et frôle à chaque trimestre la récession. Dans le prolongement d'une atonie qui persiste depuis l'été 2011, le premier semestre a affiché une croissance nulle, le 3<sup>e</sup> trimestre devrait se situer en territoire négatif et l'année 2012 finir comme elle a débuté.

La France subit l'impact négatif de la récession des pays du sud de la zone euro, de la stagnation des autres pays européens, notamment de l'Allemagne, ainsi que du ralentissement des pays émergents, en particulier la Chine, l'Inde et le Brésil. De fait, les exportations, déjà lésées par le manque de compétitivité de l'industrie française, sont peu dynamiques. Faute de relais de demande, la situation est particulièrement difficile dans ce secteur, où les carnets de commande se dégarnissent et le taux de marge se dégrade. La tendance demeure atone dans le bâtiment et les services. La consommation des ménages s'est dégradée au 2<sup>e</sup> trimestre, impactée par la hausse du chômage et le prix de l'énergie. Au-delà de la conjoncture, les mois écoulés ont par ailleurs été marqués par un grand attentisme des entreprises et des ménages, en raison d'une séquence électorale longue et incertaine.

Dans une continuité annoncée avec le gouvernement précédent, le nouveau gouvernement mène une politique de resserrement budgétaire et fiscal malheureusement procyclique, certes amorti par les conditions, historiquement favorables, auxquelles s'endette l'Etat français. Dans ce contexte, le chômage poursuit sa progression pour s'établir au 1<sup>er</sup> semestre 2012 à 9,7 % de la population active.

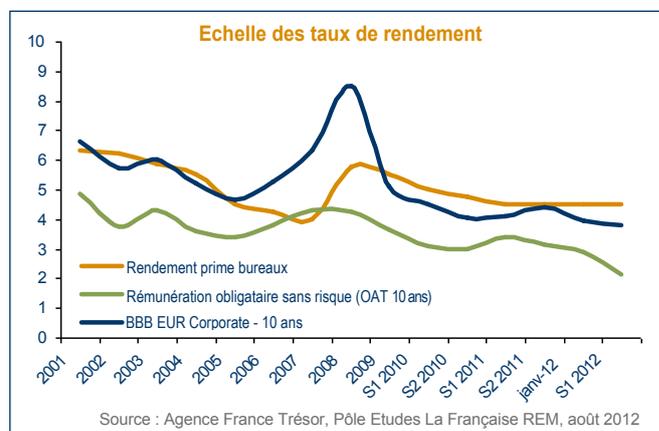
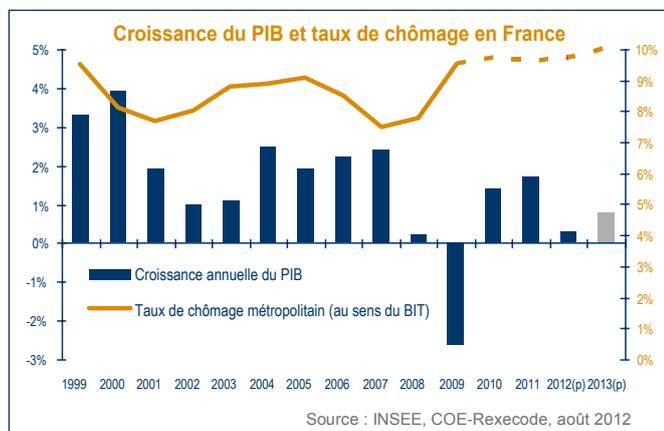
En matière de perspective, les prévisions de croissance pour 2013 ont été revues à la baisse de 1,3 % à 0,8 %, ce qui augure

de nouvelles mesures de rigueur budgétaire. Au-delà de la fin de l'attentisme actuel, un cours un peu moins élevé de l'euro améliorant la compétitivité des entreprises exportatrices ou une hypothétique correction du cours des matières premières seraient susceptibles de soutenir la conjoncture. Par ailleurs, l'économie américaine, qui semble avoir fini de purger la crise immobilière, semble en phase de redressement progressif.

## Environnement financier : cyclothymie

En matière d'environnement financier, le 2<sup>e</sup> trimestre a été - à nouveau - particulièrement agité. A la fin du mois de juin, les pays européens sont parvenus à un accord relatif à la mise en place d'ici la fin de l'année d'un mécanisme permettant de recapitaliser directement les banques, notamment espagnoles, via le MES. Par ailleurs, un pacte de croissance à moyen terme, d'un montant de 120 md€, a été arraché tandis que la BCE abaissait son principal taux directeur à 0,75 %, un plus bas historique, et son taux de dépôt au jour le jour à 0 %.

Ces avancées n'ont toutefois pas permis de stabiliser des marchés financiers fragilisés par une conjoncture jugée préoccupante et par une très forte aversion au risque. Au cours de l'été, si les turbulences boursières annoncées n'ont pas eu lieu, la situation en Grèce et surtout en Espagne, a fini par contraindre la Banque Centrale à rompre avec ce qui lui restait d'orthodoxie et à annoncer qu'elle se réservait la possibilité d'acquiescer des titres de dettes d'états européens dont la charge deviendrait intenable. Ce faisant, la BCE se réserve la possibilité de contrôler les efforts budgétaires des pays assistés. Dans les faits, et dans l'immédiat, une telle possibilité a surtout comme objectif de dissuader la spéculation et d'offrir un bol d'oxygène à des états aux prises avec à la fois une récession violente et une pression financière accrue.



# Décryptage de la conjoncture immobilière en France

## Immobilier d'entreprise : fin de l'attentisme ?

Après avoir montré une belle résistance en 2011, le marché locatif des bureaux a été touché par la conjoncture au cours du T2 2012, tout en subissant l'attentisme lié à la période électorale. En Ile de France, la décélération de l'activité perceptible depuis le début de l'année s'est ainsi accentuée au T2. Si les petites et moyennes surfaces ont résisté, les grandes transactions ont été gelées. Les prises à bail sont demeurées motivées par la réduction des coûts qui favorise les marchés abordables, comme la première couronne. Si les loyers faciaux demeurent globalement stables, un ajustement des prétentions est perceptible sur de grands immeubles neufs ne parvenant pas à atteindre les loyers prévisionnels escomptés au lancement des opérations.

Pour autant, depuis la rentrée, plusieurs transactions emblématiques (Roland Berger à Paris 8<sup>e</sup>, Oberthur à Colombes ou encore RTE dans Cœur Défense), indiquent la fin de la période d'attentisme : le marché francilien semble retrouver sa traditionnelle capacité de résistance et de rebond. A moyen terme, si l'activité locative demeure sous contrainte, les projets déjà identifiés annoncent un redressement.

En régions, où la situation économique est parfois plus dégradée qu'en Ile de France, et où les marchés dépendent plus de la demande publique, quelques marchés, comme Lyon et Lille, échappent à l'atonie générale.

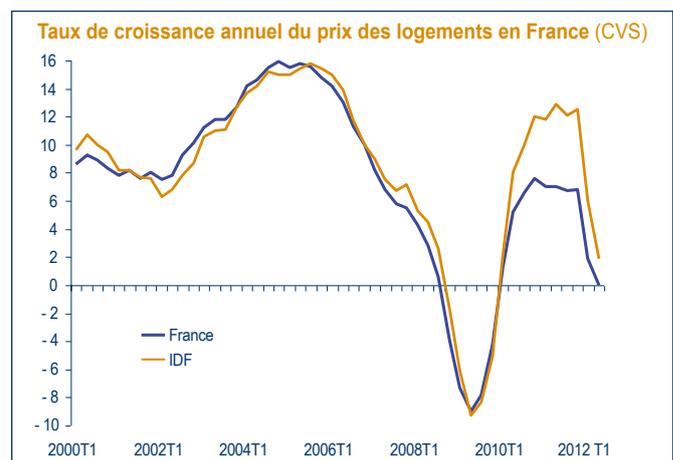
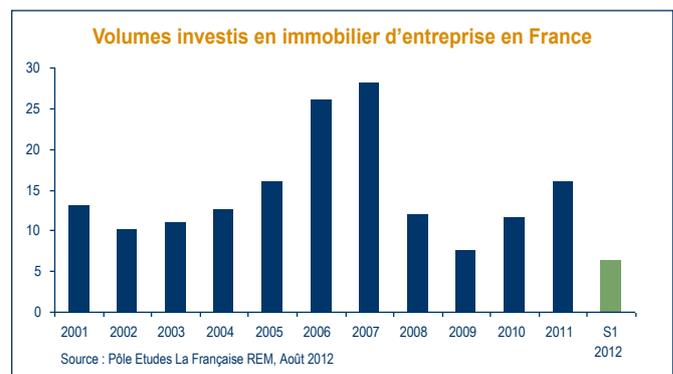
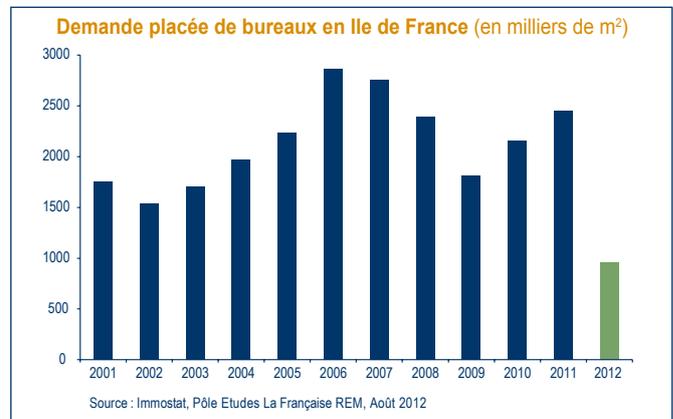
Le marché de l'investissement immobilier en France a connu un regain d'activité au T2 2012 au cours duquel environ 3,8 md€ ont été investis contre 1,8 md€ au cours du 1<sup>er</sup> trimestre. Le marché affiche toutefois un profil à plusieurs vitesses : l'activité a principalement été portée par de grandes transactions réalisées par des investisseurs internationaux. Pour la première fois depuis 2007, les étrangers ont représenté plus de 50 % des flux d'investissement. Les investisseurs domestiques, (assureurs, caisses de retraite et SCPI), se focalisent sur les actifs de taille intermédiaire, en Ile de France et en régions. Après une période d'attentisme, ces acteurs devraient être plus actifs au 2<sup>nd</sup> semestre.

En matière de prix, le marché est contraint par une pénurie d'offres de qualité, ce qui maintient les taux de rendement prime sous les 5 %. En revanche, les taux remontent avec le risque locatif ou technique : certaines transactions ont ainsi été réalisées en Ile de France sur des bases de 6,5 % - 7 %.

## Immobilier résidentiel : chute des volumes, pas des valeurs

Au T2 2012, le marché résidentiel français semble être entré dans une phase de fléchissement qui se traduit davantage par une chute des volumes que par une correction des valeurs. Ainsi, après un pic en janvier du fait de la réduction de l'abattement sur les plus-values, les ventes ont ensuite fortement reculé (- 20 % sur un an). Ce mouvement s'explique notamment par la contraction de la production de crédits immobiliers (- 30 % sur un an en août 2012). Par ailleurs la conjoncture ainsi que le durcissement de l'environnement fiscal et réglementaire freinent les projets immobiliers.

En matière de valeurs, la légère érosion des prix entrevue fin 2011 s'est selon l'INSEE poursuivie sans accélérer au T2 2012, au cours duquel les prix ont perdu 0,3 %. Ce mouvement, conjoncturel, n'indique à ce stade pas de correction majeure des prix, la demande insatisfaite de logements demeurant un soutien puissant et durable.



## La surperformance des immeubles "verts", enfin validée

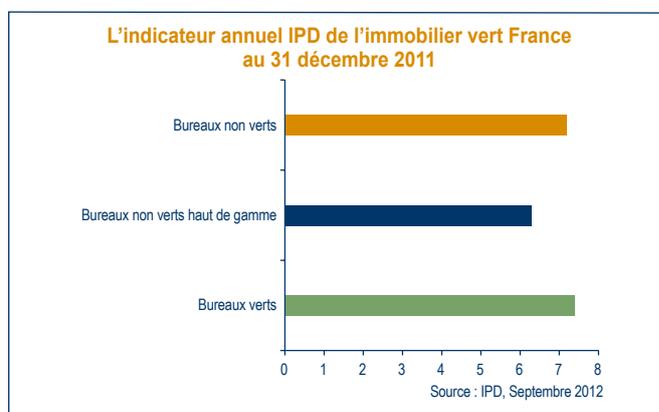
Véritable serpent de mer du secteur immobilier depuis la définition de nouvelles normes énergétiques et environnementales, la surperformance théorique des immeubles "verts" constitue le fil rouge de la stratégie d'investissement de nombreux investisseurs et propriétaires d'actifs. Pour autant, si les mécanismes de la "valeur verte" sont connus, sa concrétisation demeurerait une interrogation, faute d'un historique de performance. Aujourd'hui, tant les données d'IPD que la performance des fonds verts existants, comme celle du fonds LFP Immo SR, géré par La Française REM, viennent empiriquement confirmer la surperformance des immeubles s'inscrivant dans une démarche environnementale.

### Une performance globale supérieure à celle de l'immobilier moyen

D'un point de vue général, tout d'abord, il ressort, d'après l'indice IPD de l'immobilier vert France, que la performance des immeubles verts a atteint en 2011 un rendement global (rendement locatif + gain en capital) de 7,4 % contre 6,3 % pour les immeubles non verts de classe similaire. Cette surperformance s'est même accélérée par rapport à 2010. De même, la performance sur un an glissant de l'OPCI LFP Immo SR se montait à 8,18 % au 2<sup>e</sup> trimestre 2012.

Performances du fonds LFP Immo SR au 30/06/2012	
3 mois	3,80 %
6 mois	4,95 %
1 an	8,18 %
2 ans	13,26 %
création (02/03/2009)	13,85 %

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.



### Des immeubles qui se valorisent dans un marché stable

Cette surperformance du rendement global des immeubles verts provient principalement du rendement en capital. La décomposition de l'indice IPD montre en effet un rendement en capital de 3,1 % pour les immeubles verts contre 0,1 % pour les immeubles non verts haut de gamme. Le taux de rendement ressort à 5,9 % pour les immeubles verts contre 6,5 % pour les immeubles non verts, traduisant la préférence des investisseurs pour ces actifs.

De même, dans le portefeuille d'actifs de l'OPCI LFP Immo SR, quasiment tous les actifs ont vu leur valeur augmenter au cours de la dernière année, sous l'effet notamment d'une compression de leur taux de rendement par les experts.

### Des immeubles qui se louent mieux et plus vite

L'autre levier de création de valeur repose sur le remplissage des immeubles, qui s'avère deux fois plus rapide sur les immeubles verts. Par ailleurs, dans l'indice IPD, les valeurs locatives de marché constatées par les experts ont augmenté de 0,5 % pour les immeubles verts alors que celles des immeubles non verts haut de gamme ont baissé de 0,2 %.

Au sein, du portefeuille de l'OPCI LFP Immo SR, où l'ensemble des actifs sont loués, la croissance des revenus locatifs se traduit par des indexations passées aux locataires puis considérées par les experts comme la nouvelle valeur locative de marché.

### Un contexte de marché favorable

Enfin, dans un contexte de gel de la construction, les immeubles neufs et restructurés, qui respectent pour la plupart les normes environnementales et permettent une rationalisation de l'occupation et des économies de charges, sont très recherchés : leur part dans la demande placée s'élève désormais à 70 % contre moins de 50 % un an auparavant.

*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.*