Immobilier et Perspectives

Lettre trimestrielle de La Française AM | Décembre 2012 - Achevée de rédiger le 27 | 11 | 2012

Convictions et Stratégies

Vers une compression ciblée des taux de rendement

Malgré la conjoncture, le marché de l'investissement en immobilier d'entreprise devrait afficher fin 2012 un niveau d'activité de l'ordre de 13 md€, investis essentiellement sur la partie la plus sécurisée du marché. Or, sur ce segment précis, les taux de rendement subissent depuis l'été 2012 un nouveau mouvement de compression. Ainsi, en lle-de-France, les investisseurs se sont concentrés sur les actifs de bureaux récents, sécurisés et situés dans les meilleures zones, qu'ils acquièrent en deçà de 4,5 % à Paris et de 5,5 % en première couronne. Dans les quartiers tertiaires établis de Lyon et de Lille, les taux "prime" sont désormais inférieurs à 6 %. Sur le segment des commerces, les taux s'étalonnent à 4,5 % à Paris et autour de 5 % en régions.

Compression générale de l'échelle des taux

Cette compression des taux de rendement immobilier est cohérente avec l'écrasement de l'échelle des taux d'intérêt en France et en Europe. Sous l'effet conjugué d'un afflux de liquidités vers les actifs sécurisés et de l'action de la BCE, le taux interbancaire Euribor à 3 mois est passé de 1,5 % en novembre 2011 à environ 0,2 % en novembre 2012. De même, le taux d'emprunt à 10 ans de l'Etat Français, qui s'établissait entre 3,1 % et 3,5 % en novembre 2011, s'est comprimé à 2 % un an plus tard.

Flux de capitaux vers l'immobilier sécurisé

Après une période de stabilisation des taux et des valeurs au 1^{er} semestre 2012, les taux prime de l'immobilier ont suivi ce mouvement de compression. Les investisseurs étrangers, et notamment les fonds souverains qui se sont récemment positionnés en France, ont introduit de nouvelles liquidités et contribué à tirer les taux vers le bas en se portant acquéreur, au prix fort, d'actifs parisiens prime. De même, les acteurs

domestiques comme les compagnies d'assurances n'hésitent plus, devant le faible niveau des taux monétaires et obligataires, à diminuer leurs rémunérations. Sur ce segment d'actifs dont la rareté permet la stabilité, voire la croissance, des valeurs locatives, ainsi que des taux d'occupation élevés, la compression des taux de rendement entraîne mécaniquement une hausse des valeurs.

Dégradation des rendements locatifs des actifs secondaires

Sur le segment des actifs plus risqués, dont le sous-jacent est une économie domestique privée de croissance, les revenus locatifs des immeubles pâtissent d'une dégradation des taux d'occupation et des franchises accordées aux locataires. Sur ce segment, disparate en matière de situation géographique, locative et technique, la compression des taux de rendement vient compenser l'érosion des revenus locatifs, avec comme conséquence une stabilisation des valeurs moyennes des actifs.

L'immobilier, durablement attractif

En l'état actuel des conditions de marché, une prime de risque cohérente, de l'ordre de 200 points de base, est maintenue entre le taux prime et le taux sans risque : la perspective d'une compression des taux de rendement n'est donc pas de nature à diminuer l'intérêt des investisseurs pour la classe d'actifs immobilière. Pour mémoire, au cours du 1er semestre 2007, le taux de rendement prime à Paris était brièvement passé sous le taux de l'OAT 10 ans, annonçant très clairement l'existence d'une bulle spéculative. Pour les investisseurs les plus averses au risque, l'immobilier prime devrait donc continuer à jouer pleinement son rôle de valeur refuge. Pour les investisseurs recherchant des rentabilités plus élevées, l'appréciation de la juste valeur des actifs sera déterminante.



L'immobilier dans son contexte économique et financier

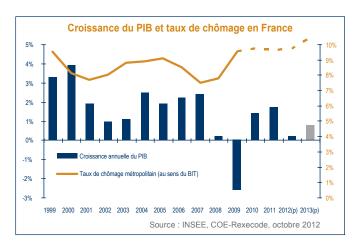
Environnement économique : sans ressort

Au 2e semestre 2012, l'économie française est privée de tous ses moteurs et tourne au ralenti. Après un 1er semestre atone, le PIB enregistre au 3e trimestre une très faible croissance de 0,2 % sous l'effet d'un léger rebond de la consommation des ménages.

La France subit toujours l'impact de la récession qui frappe les pays du sud de l'Europe et du ralentissement de plus en plus marqué qui touche l'Allemagne et les pays émergents. De fait, les exportations, déjà lestées par le manque de compétitivité de l'industrie française, sont peu dynamiques. La tendance demeure négative dans l'industrie, et atone dans le bâtiment et les services. Dans ce contexte, le chômage a poursuivi sa progression pour s'établir au 1er semestre 2012 à 9,7 % de la population active en France métropolitaine.

Par ailleurs, le nouveau gouvernement mène une politique de resserrement budgétaire et fiscal pro-cyclique, freinant tant la demande que l'investissement. Si la croissance devait s'établir aux alentours de 0,2 % - 0,3 % en 2012, elle devrait à peine s'accélérer en 2013, année pour laquelle les prévisions de croissance ont été révisées à la baisse de 1,3 % à 0,8 %.

Plusieurs facteurs sont susceptibles de légèrement soutenir l'économie française à court terme, et notamment un cours de l'euro un peu moins élevé qui améliorerait la compétitivité des entreprises exportatrices, ou une correction du cours des matières premières qui redonnerait du pouvoir d'achat aux ménages comme aux entreprises. Par ailleurs. l'économie américaine, où le secteur immobilier montre depuis quelques trimestres des signes de redressement, semble enfin être entrée en phase de reprise.

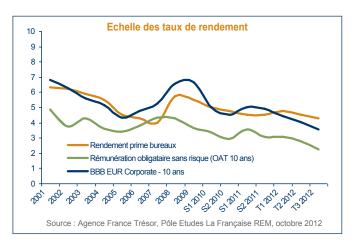


Environnement financier: temporaire accalmie?

Depuis décembre 2011, la BCE a injecté plus de 1 000 md€ de liquidités dans le système bancaire via des opérations de refinancement à trois ans (LTRO). Par ailleurs, depuis l'annonce par son gouverneur, Mario Draghi, que la Banque Centrale Européenne rachèterait les emprunts d'Etats en difficulté en cas de fortes tensions sur les taux, le risque de fragilisation de l'Espagne et de l'Italie, voire d'éclatement de la zone euro, a été manifestement écarté par les marchés. De fait, si on ajoute l'adoption du Traité budgétaire européen, l'environnement de marché s'est nettement amélioré sur la période juillet-novembre.

Toutefois, cette accalmie s'inscrit dans un horizon économique mondial "incertain", en particulier en Europe, qui demeure un facteur de risque pour les marchés. En effet, la situation demeure floue en Espagne, qui pourrait faire appel au Mécanisme européen de stabilité (MES). Aux Etats-Unis, l'issue de la négociation bipartite sur la situation budgétaire est un nouveau facteur d'incertitude. La France, enfin, risque de devenir le centre de l'attention des marchés, comme l'illustre la dégradation d'un cran de sa note souveraine par Moody's.

Dans cet environnement, et dans un contexte général de deleveraging, le financement de l'économie réelle demeure problématique. La demande de crédits des ménages et des entreprises a plongé tant en Europe qu'en France, faute d'investissements mais aussi en raison du durcissement des conditions de financement par les banques. Dans le secteur immobilier en particulier, les nouveaux crédits à l'habitat ont ainsi chuté de 160 md€ à 120 md€ en un an.



Décryptage de la conjoncture immobilière en France

Immobilier d'entreprise : sous le repli, des mutations

Après un 1er semestre 2012 peu actif, le marché locatif des bureaux en France a affiché un regain d'activité au 3e trimestre. En Ile-de-France, la demande placée de bureaux a atteint 585 000 m² au T3, soit 35 % de plus qu'au T2. Sur un an toutefois, le marché affiche une contraction en ligne avec la conjoncture économique. Après une période d'attentisme, les grands utilisateurs ont mis en œuvre leurs projets : 25 transactions supérieures à 5 000 m² ont ainsi été réalisées, principalement sur des locaux neufs. La part de cette catégorie d'immeubles dépasse désormais 40 % de la demande placée en 2012 pour 19 % de l'offre.

En régions, la baisse de la demande placée reste mesurée (-12 % au S1) et liée au gel de la demande publique, un des principaux moteurs de ces marchés. Les valeurs locatives sur le neuf restent stables. Les marchés de Lyon, Aix, Lille, Bordeaux et Toulouse sont globalement bien orientés alors que les marchés de Marseille, Nice, Grenoble ou Montpellier sont en revanche touchés par la baisse de l'activité.

Sur le marché de l'investissement, 4 ventes de plus de 200 M€ ont été réalisées au T3 : le fonds souverain norvégien s'est positionné sur un portefeuille parisien d'une valeur de 550 M€; Union Invest a acquis le futur siège de la Coface à Bois-Colombes pour

Demande placée de bureaux en lle de France 3000 2500 2000 1500



240 M€; Adia a acquis le 90 bd Pasteur à Paris pour 252 M€; l'ensemble "Liberté 2" à Charenton-le-Pont (94) a été cédé à deux institutionnels français pour près de 250 M€. Avec plus de 2 md€ investis sur 9 mois, soit une hausse de 56 % sur un an, l'appétit structurel pour le segment des commerces ne se dément pas, comme l'illustre la cession par Mercialys d'un portefeuille de galeries pour 147 M€. Si les commerces de centre-ville conservent les faveurs des investisseurs, les retail-parks et les centres commerciaux ont tout de même drainé plus de 760 M€ sur 9 mois.

Le marché de l'investissement français poursuit son internationalisation entamée en début d'année : les acteurs internationaux représentent plus de 50 % des volumes. A l'exception de quelques très grands acteurs, les investisseurs français sont présents sur les biens inférieurs à 100 M€.

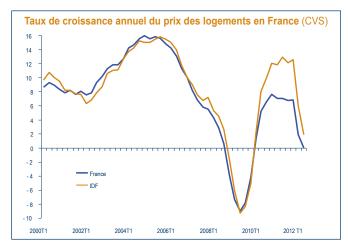
Immobilier résidentiel : un marché qui se grippe

Le fléchissement du marché résidentiel se manifeste depuis le début de l'année 2012 par une chute des volumes sur un an de 16 % dans l'ancien et de 14 % dans le neuf, ainsi que par une légère érosion des valeurs de transaction (- 0,7 % au 1er trimestre 2012, puis - 0,3 % au 2e trimestre).

Si la chute des ventes est liée à une conjoncture économique atone, à un environnement fiscal défavorable et à un large écart de prix entre acquéreurs et vendeurs, elle est en particulier due à la chute marquée des crédits accordés par les banques, d'environ 30 % sur un an. En revanche, la relative résistance des prix est le fait d'une démographie porteuse, ainsi que de taux d'emprunt en baisse.

Dans l'immobilier neuf, la fin du dispositif Scellier déprime tant

le volume des ventes, privé du moteur de l'investissement locatif, que les stocks, qui ont fortement augmenté. Le nouveau dispositif Duflot se profile enfin, sans surprise moins favorable, mais il est une forme de reconnaissance tacite du rôle clé des investisseurs privés dans la politique du logement.



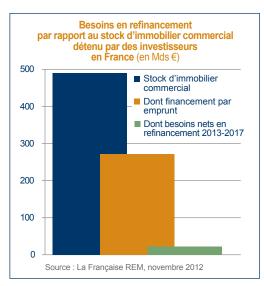
Focus

Le marché français face au "muret de la dette"

Aux origines du "mur de la dette"

Entre 2000 et 2007, les volumes d'investissement en immobilier d'entreprise en France ont triplé, passant de 9 md€ à près de 30 md€. Sur la période, ce sont environ 125 md€ qui ont été investis, en grande partie financés puis refinancés par une dette émise à des conditions très favorables. Depuis 2008, la fragilisation du secteur financier a provoqué le retrait du marché d'un grand nombre d'établissements. Par ailleurs, les nouvelles réglementations en matière de réserve de fonds propres ont poussé les banques à durcir leurs conditions d'octroi de crédit : en moyenne, les ratios d'endettement sont passés de 85 % en 2004 à 60 % en 2012. En parallèle, la valeur de l'immobilier sous-jacent s'est dégradée d'environ 7 % entre 2007 et 2011, ce qui a mécaniquement augmenté l'exposition - et le risque - des banques.

En conséquence, le tarissement du flux des nouveaux crédits bancaire a rendu aigüe la question du refinancement, et en particulier celui des dettes contractées entre 2006 et 2008 sur la base de valeurs élevées, pour des durées de 5 à 7 ans.



Un "mur" objectivement peu élevé

On estime aujourd'hui les besoins en refinancement à environ 20 md€ dans les quatre prochaines années, auxquels s'ajoutent les besoins en nouveaux crédits, estimés à plus de 5 Mds d'euros par an (source : DTZ, CBRE). C'est un montant significatif, mais relativement faible quand il est ramené à la taille du stock d'immobilier français, estimé à environ 490 md€ et à la dette existante, estimée à environ 270 md€ (soit un ratio LTV moyen inférieur à 60 %). C'est également un montant faible par rapport à d'autres marchés européens.

Par ailleurs, ce mur est limité par la qualité des actifs sous-jacents : le marché des bureaux en France n'est pas en situation de suroffre, les taux d'occupation (93 % en lle de France) permettent d'assurer le paiement des intérêts tandis que la valeur moyenne des actifs se maintient. Même en haut de cycle, les banques sont demeurées prudentes et ont généralement adossé les prêts à des biens présentant de bons fondamentaux, ce qui écarte le risque sur le capital. Ne demeure dès lors qu'un risque de liquidité et de dérapage des échéances de remboursement.

Enfin, compte tenu de taux d'intérêt historiquement bas permettant le maintien des marges, les banques préfèrent depuis 2008 refinancer les actifs de qualité plutôt que d'imposer des cessions forcées, rarissimes en France. Au cours des trois prochaines années, le risque principal proviendra de la capacité du marché à refinancer les actifs secondaires.

Des sources de financement alternatives

L'émergence de nouveaux acteurs sur le marché du financement contribue également à la résolution sans casse de la question de la dette immobilière. Alors que le financement immobilier en Europe était largement dominé par les banques (environ 75 % du marché), plusieurs compagnies d'assurance se sont récemment positionnées, en direct ou via des fonds, sur le secteur. Compte tenu des larges capacités de ces prêteurs alternatifs, cette stratégie, qui semble durable, devrait à terme leur assurer une grande partie des encours et permettre de pallier le désengagement des banques.

En parallèle, les grandes foncières, suivant l'exemple d'Unibail-Rodamco en 2009, ont diversifié leur sources de financement en faisant largement appel au marché obligataire : selon nos calculs, sur l'année écoulée, les SIIC ont émis sur le marché obligataire plus de 7,5 md€.

Enfin, la liquidité préservée et les afflux de capitaux propres "frais" sur le marché de l'investissement français contribuent au deleveraging global du marché.

Dans cette perspective, et à conditions de marché inchangées, les problèmes d'endettement devraient rester cantonnés à des situations isolées et ne devraient vraisemblablement pas déstabiliser le marché.

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 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 La Française AM.

