

## Convictions et Stratégies

### Nos convictions d'investissement pour 2013

Dans un environnement économique atone et un contexte financier stabilisé mais toujours volatile, l'exercice de définition des stratégies d'investissement doit également intégrer les évolutions structurelles du secteur.

#### Conviction n°1

Malgré la conjoncture, **l'immobilier d'investissement demeure attractif et correctement rémunéré** : une prime de risque cohérente de l'ordre de 200 bp est maintenue entre le taux immobilier prime et le taux sans risque. Grâce à ses vertus de diversification et à la stabilité des rendements locatifs, l'immobilier est durablement entré dans le périmètre d'allocation des investisseurs institutionnels français et internationaux.

#### Conviction n°2

**La compression des taux "prime" et l'élargissement de l'échelle des taux impactent le couple risque/rentabilité.**

Depuis l'été 2012, les taux de rendement se contractent de nouveau : le taux prime est ainsi passé de 4,75 % à environ 4,25 % sur les meilleurs actifs. A risque constant, la rémunération des capitaux est moindre ; les taux des actifs secondaires sont restés stables, entraînant une meilleure rémunération du risque. Deux stratégies sont aujourd'hui pertinentes : accepter une rémunération décroissante, toujours supérieure aux rendements obligataires, pour des actifs faiblement risqués ; ou rechercher des opportunités comportant une incertitude locative ou technique, nécessitant une expertise spécifique, mais offrant des rentabilités rehaussées.

#### Conviction n°3

**Le segment des bureaux** connaît également des mutations structurelles génératrices d'opportunités. Dans cette perspective, nous sommes positifs sur :

- Les actifs de bureaux parisiens, grâce à la reconstitution d'une prime de risque cohérente.
- Les immeubles récents à la situation indiscutable dans des pôles tertiaires établis.
- Les immeubles neufs : grands clefs-en-mains locatifs (voire notre focus en page 4) ou pré-commercialisés en Ile-de-France ou dans les grandes agglomérations régionales.
- Les immeubles anciens (haussmanniens ou 1970) à

restructurer à Paris ou première couronne.

- Les immeubles neufs "en blanc" à Paris uniquement ou au pied de gares TGV en régions.

#### Conviction n°4

Entre une consommation des ménages durablement en berne et des mutations structurelles, le positionnement **sur l'immobilier de commerce** implique une grande sélectivité :

- Les emplacements prime et n°1 dans le centre des grandes agglomérations.
- Les segments, comme l'alimentaire de proximité ou le haut de gamme, mais aussi l'ameublement et le bricolage, faiblement impactés par le e-commerce.
- Dans les parcs commerciaux ou les galeries dominants dans leur bassin de population, les bons emplacements loués à des enseignes peu concurrencées par le e-commerce.

#### Conviction n°5

**Le secteur du logement** semble être entré dans une phase de fléchissement modéré. Dans cette perspective, nous privilégions l'Ile-de-France et les agglomérations les plus dynamiques. Pour les particuliers, le nouveau dispositif fiscal Duflot devrait finalement s'avérer incitatif. Pour les institutionnels, un repositionnement sur le résidentiel est dans l'air du temps.

#### Conviction n°6 :

Dans les autres segments de l'immobilier, nous préconisons, dans **une optique de diversification**, un positionnement sur :

- La dette immobilière, pour bénéficier des opportunités de marché liées au retrait des banques.
- L'hôtellerie, et en particulier les emplacements rares de l'hôtellerie de tourisme, qui bénéficient du regain d'attractivité touristique de la France.
- Les parcs d'activités récents répondant aux besoins des PME, qui offrent des rendements élevés.
- Le secteur viticole, qui bénéficie d'une demande durablement croissante à l'export.
- Les Data Centers qui bénéficient de l'explosion des besoins de stockage des données.
- Les résidences étudiantes et senior, qui répondent à des besoins structurellement insatisfaits.

# L'immobilier dans son contexte économique et financier

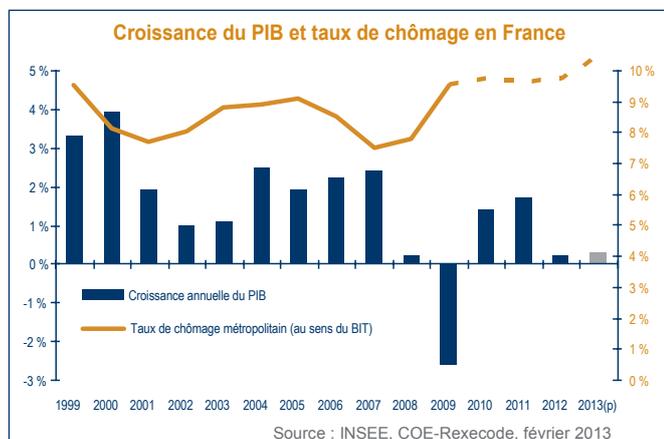
## Environnement économique : hivernal

Après une faible croissance de 0,1 % au 3<sup>e</sup> trimestre 2012, **l'activité française s'est contractée de 0,3 % au 4<sup>e</sup> trimestre**. Plus généralement, elle a fortement reculé en zone euro (-0,6 % au 4<sup>e</sup> trimestre), avec un repli de 0,6 % en Allemagne, de 0,9 % en Italie et de 0,7 % en Espagne.

L'économie française, déjà lestée par un manque de compétitivité structurel, reste peu dynamique. **La tendance demeure très négative dans l'industrie et le bâtiment, atone dans les services**. Le chômage a poursuivi sa progression pour s'établir au 4<sup>e</sup> trimestre 2012 à 10,5 % de la population active selon Eurostat. Par ailleurs, la politique d'austérité fiscale freine la demande intérieure et l'investissement, mais défavorise également le climat général des affaires. La balance commerciale s'est cependant légèrement améliorée, liée à un fort recul des importations, et au ralentissement de l'inflation soutenant la consommation des ménages.

**Les prévisions de croissance pour 2013 ont été abaissées** et s'établissent désormais à 0,3 % pour le Gouvernement et à 0,1 % pour la Commission Européenne. Dans le reste de la zone euro, l'horizon d'une légère reprise ne cesse de reculer et n'est plus attendu avant 2014. Pour autant, **certains indicateurs industriels avancés laissent à penser que le pire serait passé** et que l'activité devrait commencer à très progressivement se redresser.

A moyen terme, **les éventuels facteurs de soutien à la zone euro seront essentiellement hexogènes** : un cours de l'euro un peu moins élevé qui améliorerait la compétitivité des entreprises exportatrices ; une correction du cours des matières premières qui redonnerait du pouvoir d'achat aux ménages et aux entreprises ; une reprise de l'économie américaine, où le secteur immobilier montre des signes de redressement.



## Environnement financier : temporaire accalmie ?

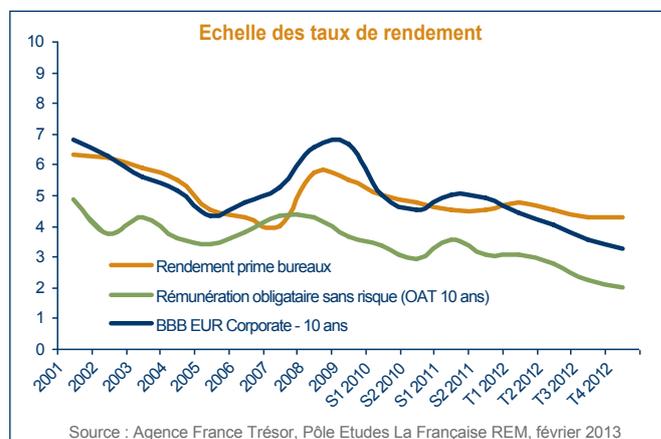
L'environnement financier en 2012 a d'abord été marqué par des incertitudes sur la dette européenne, puis par une phase d'apaisement permise par l'action de la BCE. Les marchés boursiers et les obligations ont connu en fin d'année une période de reprise, qui s'inscrit toutefois dans **un horizon économique mondial incertain, en particulier en Europe**.

L'environnement financier connaît un apaisement. Depuis décembre 2011, la BCE a injecté plus de 1 000 Mds€ de liquidités dans le système bancaire via le mécanisme "LTRO". Par ailleurs, depuis l'annonce par son gouverneur que la BCE rachèterait les emprunts d'Etats en difficulté, **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**.

Toutefois, la situation demeure floue en Espagne, qui s'enfonce dans la récession et dont le système bancaire est très fragilisé.

**La France devient peu à peu un risque**, comme l'illustre la dégradation d'un cran de sa note souveraine par Moody's. Des élections se profilent en Italie et en Allemagne. Enfin, le Royaume-Uni, dont les perspectives de croissance sont aussi incertaines que celles de la zone euro, a également été dégradé par Moody's. Dans le reste du monde, le spectre d'une guerre des monnaies, lancée par le Japon et dont la principale victime serait la zone euro, a ressurgi au début de l'année 2013.

Dans un contexte général de désendettement, **le financement de l'économie demeure problématique**. La demande de crédits des ménages et des entreprises a plongé, faute de projets mais aussi en raison du durcissement des conditions de financement.



# Décryptage de la conjoncture immobilière en France

## Immobilier d'entreprise : résistance et adaptation

Dans un environnement délicat, **le marché locatif en Ile-de-France a finalement bien résisté en 2012** : avec 2,4 millions de m<sup>2</sup> loués, l'activité sur le marché des bureaux n'affiche qu'un très léger repli (-3 %) par rapport à 2011. La demande a été soutenue par les grandes transactions (> 5 000 m<sup>2</sup>), qui représentent plus de 45 % des volumes. Les petites et moyennes surfaces subissent en revanche une perte de vitesse notable. Le stock de surfaces disponibles est resté stable en Ile-de-France, avec un taux de vacance régional de 6,75 %. Toutefois, alors qu'à Paris le taux de vacance ressort à 4,5 %, celui du Croissant Ouest se situe à 13 % en raison d'une augmentation des livraisons.

**Les valeurs locatives sont demeurées sous tension**, entre résistance des loyers faciaux et maintien de franchises de loyers significatives. Néanmoins, le manque d'offre neuve dans Paris a conduit à une légère hausse des valeurs, alors que l'abondance de programmes neufs dans le Croissant Ouest et la chute de la demande à la Défense y ont entraîné un ajustement du loyer moyen.

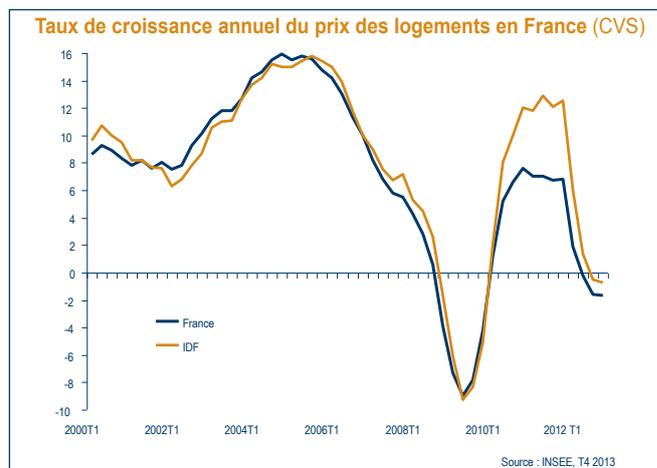
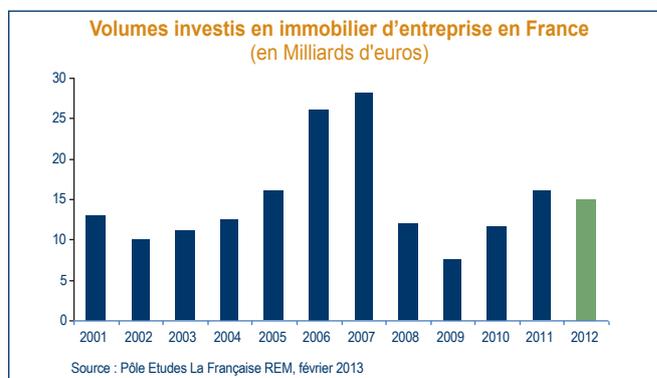
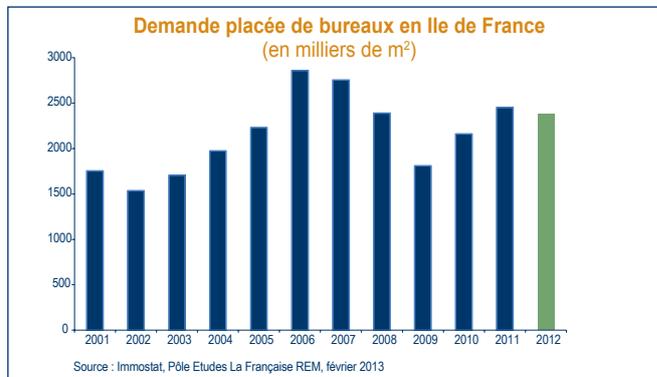
**Le montant des investissements en immobilier d'entreprise en France s'approche des 15 Mds d'euros** en 2012, soit un niveau d'activité comparable à 2011 : malgré une conjoncture défavorable, l'immobilier a de nouveau tenu son statut de valeur refuge et bénéficié d'un bon niveau de liquidité. L'Ile-de-France reste le pôle le plus attractif : avec 11 Mds€, elle représente 75 % des montants investis. Les grandes transactions ont là aussi été le moteur du marché : plus de 50 % des transactions, souvent réalisées par de grands institutionnels étrangers, ont dépassé 100 M€.

**Le marché a été très majoritairement animé par le segment des biens sécurisés qui affichent une compression des taux de rendement** : sur le segment des bureaux, ils atteignent 4,25 % à Paris, 5,25 % en première couronne, 5,75 % à Lyon et 4,25 % pour les meilleurs commerces.

## L'immobilier résidentiel plie mais ne rompt pas

Jusqu'à la mi-2011, les incertitudes économiques avaient soutenu les volumes et les valeurs du résidentiel en lui conférant un statut de valeur refuge. En 2012, **ce statut défensif s'est effrité** : les ventes de logements anciens affichaient une baisse de 12 % sur un an, une tendance amenée à s'amplifier. De fait, la hausse du chômage et la dégradation de la confiance des ménages conduisent au décalage des projets immobiliers. Par ailleurs, l'environnement fiscal s'est dégradé, comme l'illustrent la suppression du PTZ+, la fin du dispositif Scellier et la diminution des abattements sur les plus-values. Paradoxalement, **la correction des prix est restée limitée en 2012** : selon l'INSEE, les prix des logements anciens ne sont érodés que de 1,7 % et d'à peine 0,7 % en Ile-de-France. Cette résistance repose sur des besoins insatisfaits en Ile-de-France et dans les principales agglomérations, ainsi que sur des taux d'intérêt historiquement bas.

Si l'immobilier résidentiel continuera de ralentir en 2013 faute de moteurs économiques, financiers et fiscaux, sa caractéristique défensive devrait persister : **la valeur des actifs résistera dans les secteurs souffrant d'un manque structurel de logements**. Par ailleurs, le repositionnement (forcé) des investisseurs institutionnels sur le segment ainsi que le nouveau dispositif Duflot sont susceptibles de redynamiser la construction et la valeur des biens.



## Les grands clés en mains locatifs : plus qu'une mode

Si l'activité locative du marché des bureaux en Ile-de-France s'est bien tenue en 2012, c'est notamment en raison d'une forte activité sur le segment des grandes (+ de 5 000 m<sup>2</sup>) et très grandes (+10 000 m<sup>2</sup>) transactions. Ainsi, 70 opérations de plus de 5 000 m<sup>2</sup>, pour un total de 1,1 million de m<sup>2</sup>, ont été répertoriées, pour une très grande part sur des immeubles neufs, voire pas encore livrés. En effet, plus de 80 % des opérations sur des immeubles neufs sont des pré-commercialisations.

On peut ainsi citer, sans être exhaustifs, le nouveau site du Ministère de la Défense (135 000 m<sup>2</sup> à Balard), le nouveau campus de France Telecom (69 000 m<sup>2</sup> Châtillon), le futur campus de Sanofi-Aventis (50 000 m<sup>2</sup> à Gentilly), l'académie de Mercedes (18 000 m<sup>2</sup> à Saint Quentin), etc. Par ailleurs, de grands acteurs tels que SFR, Carrefour, Casino, Thalès ou Veolia ont également été actifs au cours des trimestres écoulés en mettant en œuvre des projets de déménagement en gestation depuis plusieurs années.

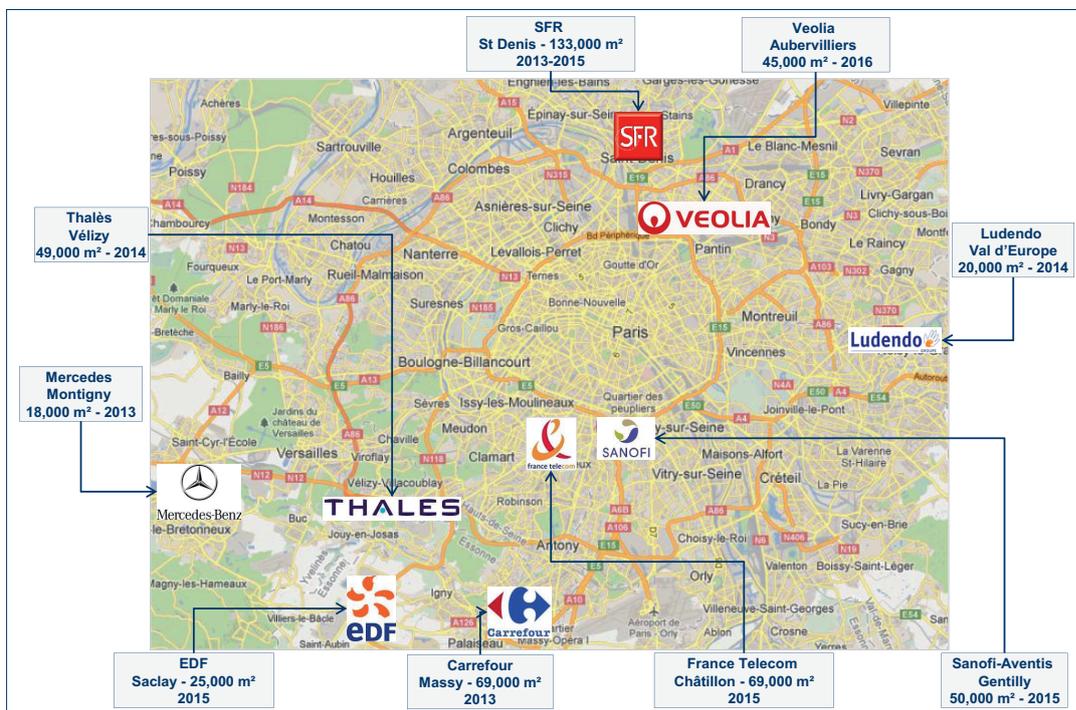
Comme l'indique la litanie de ces opérations, la tendance au positionnement sur de grands clés-en-mains, voire sur des "campus" dédiés, correspond à un phénomène durable à et répond à plusieurs besoins :

- La rationalisation des coûts immobiliers : des loyers moins élevés, des immeubles plus rationnels, des charges contrôlées (immeubles non IGH),
- Le regroupement sur un seul site d'une même entreprise,
- L'amélioration des conditions de travail en contrepartie du déménagement vers un site plus excentré,
- L'accompagnement des évolutions de l'entreprise (réorganisation interne, évolution de la culture d'entreprise, image moderne et écologique), etc.

### Les grands "clé-en-mains" récents en Ile-de-France

Cette tendance indique que, pour ces grands utilisateurs, l'immeuble de bureaux se débanalise et doit répondre à des besoins immobiliers maintenant définis très en amont par des équipes de professionnels. Il devient un véritable outil de travail, vecteur d'image et devant faciliter l'activité collective.

Dans cette perspective, une captivité accrue des locataires de ces immeubles par rapport à ceux d'un immeuble de bureaux banalisé est hautement probable, voire quasi-certaine si l'on intègre les investissements réalisés par les utilisateurs eux-mêmes et le traumatisme d'un déménagement pour les équipes.



En conclusion, il nous semble que le positionnement d'investisseurs sur des clés-en-mains locatifs de grands utilisateurs est pleinement justifié : la grande taille des actifs et leur emplacement, parfois excentré, sont compensés par leur qualité technique et, surtout, par le lien entre le locataire et son outil de travail immobilier.

*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. Le Groupe La Française 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 du Groupe La Française.*