

Convictions et Stratégies

Le marché de l'investissement immobilier français : vers un dégel ?

Il se passe quelque chose sur le marché de l'investissement... Depuis le début 2013, la réalisation de plusieurs transactions significatives ayant pour but une création de valeur et non la quête d'une rente sécurisée augure d'un dégel du marché sur le segment des actifs "à risque". Si jusqu'à la crise financière de 2008, plusieurs stratégies correspondant à toute l'échelle des risques étaient simultanément mises en œuvre, le marché, dirigé par l'aversion au risque ambiante, s'est ensuite réduit à sa partie la plus sécurisée, au point de souffrir d'une pénurie paradoxale et persistante de produits "core".

Retour des opérations "value added"

Or, les 8 premiers mois de l'année 2013 ont vu **sur le segment des bureaux franciliens** le retour d'opérations impliquant du risque locatif (vacance totale ou partielle, risque de départ des locataires, baux courts, etc.) et/ou des travaux de rénovation plus ou moins lourds.

A Paris, un fonds allemand a ainsi acheté pour 283 M€ un immeuble de 28 000 m² rue Lafayette, en passe d'être vidé par Areva. L'investisseur anticipe un vide locatif mais également une plus-value après sa relocation...

A la Défense, un fonds américain a été encore plus ambitieux en acquérant pour 214 M€ les 53 000 m² de la Tour Pacific, construite en 1992, qui nécessite de lourds travaux de rénovation et s'est partiellement vidé de ses locataires. Dans un marché locatif de la Défense offrant de nombreuses surfaces disponibles de 2^{de} main et un taux de vacance en hausse, l'investisseur envisage un **repositionnement de l'actif permettant une plus-value**. Une opération inenvisageable il y a encore quelques mois...

Par ailleurs, plusieurs opérations sont en cours de réalisation par des acteurs opportunistes, notamment américains, profitant de difficultés de refinancement de certains propriétaires.

Un contexte de marché favorable à la prise de risque

La réalisation de ces opérations est due à la conjonction de plusieurs facteurs :

- Le pari que la récession en zone euro générerait des opportunités (**bas de cycle locatif**, propriétaires en difficulté), ce qui a déclenché des levées de fonds record par les gestionnaires de fonds opportunistes américains ;
- Le sentiment, récent, que **le pire de la récession est passé** et qu'une reprise des marchés immobiliers est désormais envisageable ;
- Des conditions de prêt très favorables et la réouverture du financement des actifs risqués ;
- L'analyse d'un déficit à moyen terme d'offre neuve de qualité sur les principaux marchés des bureaux d'Ile-de-France.

Le "core" reste le socle robuste du marché

Toutefois, l'émergence d'opérations recherchant la plus-value plutôt que le rendement n'augure pas d'un détournement des flux de capitaux du marché "core". En effet, la majeure partie des investisseurs immobiliers reste aversive au risque et concentrée sur les actifs sécurisés. En revanche, les deux types de stratégies sont complémentaires : les acquéreurs "core" assurent la liquidité d'actifs repositionnés tandis que **les investisseurs "value added" travaillent au renouvellement du parc immobilier**. De fait, loin d'être un signal de dégradation du marché, la réouverture du segment "value added" constitue un facteur d'amélioration de celui-ci.

L'immobilier dans son contexte économique et financier

Environnement économique : éclaircie ?

Les enquêtes de conjoncture ont au cours de l'été véhiculé un regain d'optimisme. **Après deux trimestres consécutifs de baisse du PIB en volume, ce dernier a cru de 0,5 % au T2 2013** ; l'acquis de croissance à la mi-année est ainsi positif (+ 0,1 %). Le climat des affaires et le moral des ménages se sont par ailleurs redressés, les dépenses en automobiles ont repris pour la première fois depuis fin 2011, les exportations et les importations ont rebondi, et la progression du taux de chômage a ralenti (- 10,5 % au T2 2013, en hausse de 0,1 % par rapport au trimestre précédent). Ces résultats positifs restent néanmoins fragiles, un rebond post-récession n'annonçant pas nécessairement une reprise durable de l'économie.

Les perspectives de croissance pour l'année 2013 restent en effet très faibles, à + 0,1 % selon l'INSEE. Si la consommation des ménages a augmenté de 0,3 % au T2, en partie à cause des dépenses en énergie liées à un printemps rigoureux, elle a diminué de 0,8 % au mois de juin. L'indice PMI se trouve toujours dans la zone de contraction d'activité, et en-deçà de la moyenne en zone euro. Les contraintes budgétaires et fiscales pesant sur les ménages et les entreprises constituent toujours un frein à une reprise de la croissance.

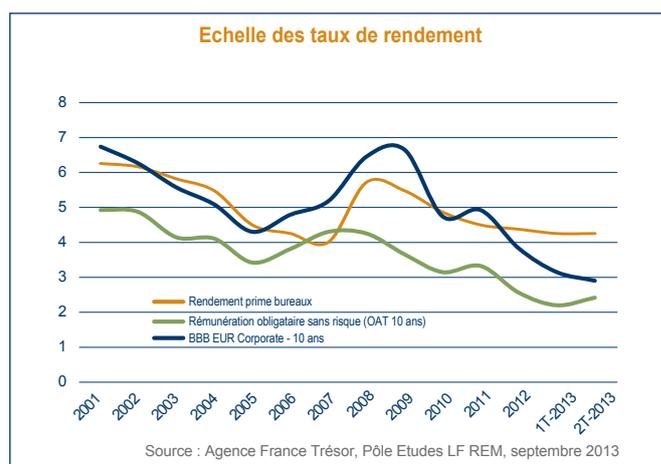
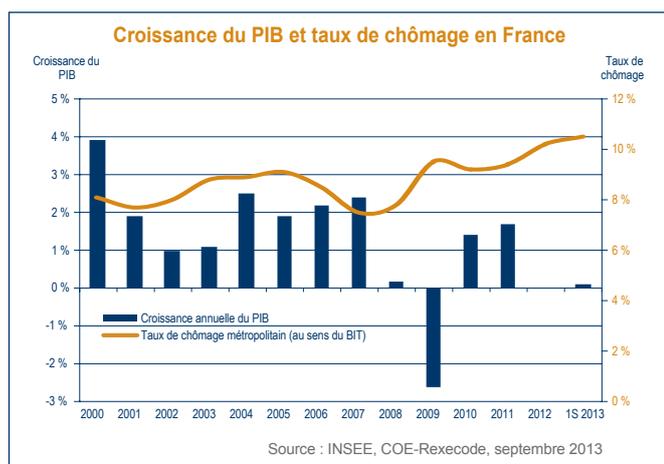
On observe enfin un **découplage de plus en plus marqué entre les États-Unis** qui donnent des signes de reprise avérés (croissance du PIB de 2,5 % au 2^e trimestre), **et la zone euro** qui

reste fragile (croissance du PIB de 0,3 % au T2 2013). Les pays émergents traversent quant à eux des difficultés, à l'exception de la Chine qui, après avoir connu une baisse de régime, devrait accélérer en fin d'année. Les perspectives de croissance globale demeurent incertaines et inégalement réparties.

Environnement financier : vers une hausse des taux ?

Les taux obligataires ont amorcé une remontée marquée depuis le mois de mai 2013 : le rendement de l'OAT à 10 ans a ainsi **bondi de plus de 50 % en quatre mois**, de 1,7 % début mai à 2,65 % mi-septembre. Toutefois, les taux d'intérêt demeurent à un niveau historiquement bas. Par ailleurs, cette hausse n'est pas liée à des inquiétudes particulières sur la situation en France, dont les indicateurs économiques ont été plutôt favorables au 2^e trimestre 2013. L'écart de taux avec l'Allemagne reste à cet égard stable.

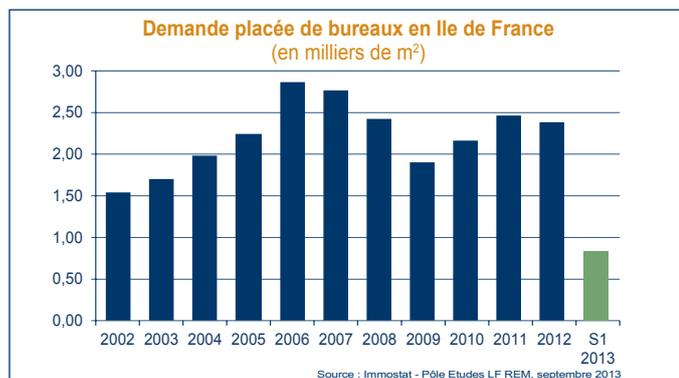
Cette remontée des taux est notamment liée à l'annonce au mois de juin par la Federal Reserve de la diminution prochaine du soutien monétaire à l'économie via la réduction des injections de liquidités si le taux de chômage passe sous la barre des 7 %. Elle est également le signe d'une stabilisation des marchés européens une fois estompés les effets de la crise des dettes souveraines. **La BCE conserve néanmoins un biais baissier** destiné à accompagner une croissance européenne toujours fragile.



Décryptage de la conjoncture immobilière en France

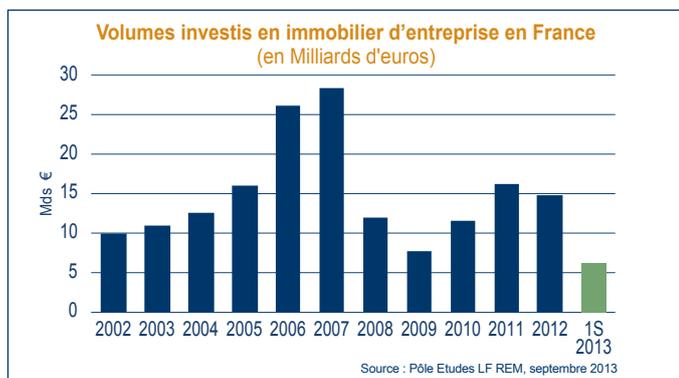
Immobilier d'entreprise : investissement dynamique, frémissement du marché locatif

Au cours du 1^{er} semestre 2013, le marché locatif a été rattrapé par une conjoncture économique déprimée : avec 833 000 m² placés, la demande a diminué de près de 20 % par rapport au S1 2012, pénalisée par l'attentisme des utilisateurs, l'absence de grandes transactions et l'impact sur les volumes des renégociations de baux. Toutefois, dans la lignée d'indicateurs macroéconomiques moins mauvais que prévu, **l'activité locative devrait finalement résister en 2013**, et s'établir à environ 2 millions de m². Le début du mois de septembre a d'ailleurs été marqué par la prise à bail par ERDF des 30 000 m² de la future tour Blanche à La Défense. Une véritable reprise du marché n'est toutefois pas attendue avant plusieurs trimestres.



Les valeurs locatives faciales ont entamé au 1^{er} semestre une phase d'ajustement mesuré et localisé. La pression sur les loyers se mesure toutefois surtout dans l'augmentation des mesures d'accompagnement, qui peuvent représenter jusqu'à 30 % du loyer facial pour un engagement de longue durée.

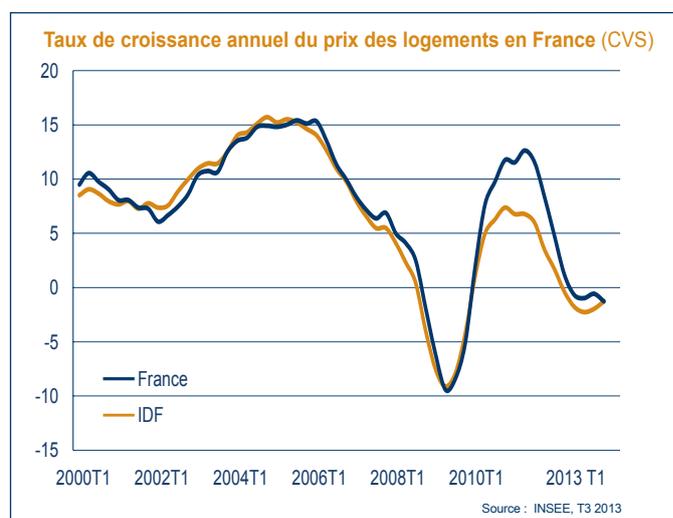
Sur le marché de l'investissement, les volumes se sont maintenus au 1^{er} semestre. L'été s'est avéré assez actif, et les volumes investis dépasseraient les 8 Mds € à la fin août. Sur l'ensemble de 2013, le marché devrait s'inscrire dans la lignée de 2012 et atteindre 15 md€. Par ailleurs, si le segment des



actifs sécurisés reste privilégié par les investisseurs, plusieurs opérations "à risque" ont illustré la diminution de l'aversion au risque qui dirige le marché depuis la crise financière de 2008. En conséquence, **la pression à la baisse est restée forte sur les taux de rendement**, qui atteignent 4 % à 4,25 % sur les meilleurs actifs parisiens. Cette pression se propage par ailleurs aux sites tertiaires de périphérie et de régions qui passent désormais sous la barre des 6 % pour des immeubles récents et loués.

Immobilier résidentiel : entre stagnation et résistance (voir notre focus en page 4)

Dans la lignée de l'amélioration de la confiance des ménages au T2 2013, **le volume annuel de transactions se redresse après plusieurs mois de stagnation** : à fin juin, selon l'INSEE, le nombre de transactions annuel est en hausse de 2,9 % par rapport au trimestre précédent. En revanche, la tendance longue est toujours baissière, puisque sur un an, le volume transactionnel est en baisse de plus de 13 %. Afin de relancer un marché toujours grippé, le gouvernement a annoncé un abattement fiscal exceptionnel de 25 % sur les plus-values des cessions jusqu'à mi-2014.



Les prix des logements anciens se maintiennent. Au 2^e trimestre, ils augmentent de 0,2 % ; sur un an, la baisse reste limitée, à 1,1 %. Malgré un environnement économique et réglementaire défavorable, la demande structurelle de logements dans les zones les plus tendues demeure une puissante force de rappel du marché.

Sur le secteur du logement neuf, le 2^e trimestre a été marqué par une légère amélioration des mises en chantier et par une progression de 9,3 % des réservations de logements neufs. Le retour des investisseurs indique notamment une montée en puissance du dispositif Duflo.

L'étonnante résistance de l'immobilier résidentiel français

A l'issue d'une hausse historique des prix (+ 145 % entre 1998 et 2011) des logements en France, un sentiment d'un haut de cycle s'est installé. Le décrochage des marchés résidentiels américain, espagnol ou britannique, pourtant bien différents du nôtre en termes de structure, combiné avec la nouvelle récession connue par la France à l'hiver 2012-2013, annonçait une inévitable correction du marché français.

Mais la réalité est contrariante : après plusieurs trimestres de statistiques, force est de constater que **la correction annoncée s'est transformée en légère érosion**. Les derniers indicateurs font même état d'un rebond des volumes des ventes que dans l'ancien (+ 2,9 % T/T au T2 2013, INSEE) ainsi que d'une résistance des valeurs (+ 0,2 % T/T au T2 2013, INSEE). En l'absence d'éléments exogènes imprévus, cette résistance devrait à moyen terme persister.

En effet, à la différence d'autres marchés, **la configuration structurelle du marché français demeure peu propice à un décrochage brutal**, voire à un krach tel que celui connu par ses voisins :

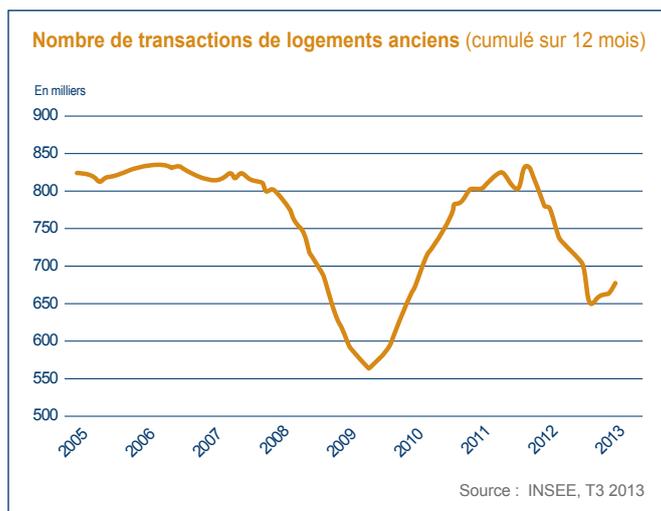
- la France n'a pas connu de crise majeure de ses banques, notamment grâce au mécanisme, non-hypothécaire, du financement des projets immobiliers des particuliers,
- l'absence de surproduction de logements pendant la période haussière du cycle,
- l'absence de vacance locative et des loyers qui n'ont pas décroché.

Par ailleurs, malgré la dégradation du marché de l'emploi et de la capacité financière des ménages, le marché français bénéficie d'**une démographie dynamique qui combinée à une construction insuffisante**, dessine un marché structurellement sous-offre, même si toutes les régions ne sont pas également tendues.

Le segment de l'immobilier neuf, où les réservations ont rebondi de 9,3 % sur un an au T2 2013, bénéficie pour sa part de plusieurs soutiens :

- l'insuffisance structurelle de la production par rapport aux besoins,
- le **retour progressif des investisseurs**, qu'ils soient institutionnels ou particuliers (41 % des ventes de logements neufs en 2013),
- des stocks gérés au plus juste chez les promoteurs qui ne lancent leurs programmes qu'au-delà de 50 % de pré-commercialisation.

Toutefois, au-delà d'une conjoncture toujours difficile, de nouvelles contraintes sont susceptibles de dérégler le fonctionnement du marché. L'alourdissement du cadre réglementaire (Garantie Universelle des Loyers, encadrement des loyers, etc.) et de la fiscalité (droits de mutation, etc.) constituent en effet autant d'éléments d'incertitude.



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.