

Convictions et Stratégies

L'immobilier d'entreprise, facteur de croissance

Selon des études récentes, alors que l'immobilier bon marché est un facteur de compétitivité en Allemagne, l'immobilier français pèserait sur la croissance. Ce secteur, secteur peu liquide et non innovant, capterait les capitaux au détriment d'investissements plus "productifs".

A rebours d'une telle conception, l'immobilier d'entreprise (le résidentiel reposant sur d'autres ressorts) contribue selon nous significativement à la croissance économique. En effet, si l'acquisition de bureaux, d'entrepôts ou de commerces capte une partie de la valeur produite par leurs occupants, elle génère également de nombreuses externalités positives.

La croissance moderne naît en ville

L'économie marchande et industrielle moderne est née en ville, grâce à la rencontre des talents, des marchandises et des capitaux. Les infrastructures et les bâtiments urbains sont le terreau et l'outil de l'innovation et de la croissance. Plus concrètement, dans une économie de services, l'immeuble de bureaux et la boutique remplacent l'usine et constituent l'outil de travail des entreprises. De fait, la configuration, l'emplacement, le confort d'un immeuble constituent autant de facteurs d'amélioration de la productivité de ses occupants.

Un soutien à la construction

Le secteur de la construction, très créateur d'emplois, est le premier maillon de la chaîne de valeur immobilière. Il nécessite des investisseurs qui anticiperont une revente à d'autres acquéreurs. L'investisse-

ment en actifs matures conditionne la production d'immeubles neufs...

Des emplois non-délocalisables

Selon l'IEIF, l'immobilier, activité par essence non-délocalisable, représente 19,4 % de la valeur ajoutée en France et 8,3 % des emplois. Par ailleurs, chaque investissement nécessite de nombreux professionnels qualifiés tels que conseils, notaires, avocats, investisseurs, banquiers, experts, géomètres, etc. ; à l'instar de l'industrie financière, une place immobilière sophistiquée constitue un gisement appréciable d'emplois et de compétences.

Un secteur innovant

Loin des idées reçues, l'immobilier est un secteur particulièrement innovant, que ce soit en termes de technologie du bâtiment, de montages juridiques, de marketing et d'innovation financière. Cette propension à l'innovation a été dynamisée par les problématiques environnementales, conduisant en quelques années à une révolution dans la conception des immeubles.

Des capitaux étrangers bienvenus

Si certains déplorent que les fonds souverains étrangers ciblent particulièrement la belle pierre parisienne, il convient au contraire de souligner que ces flux de capitaux viennent compenser le déficit de la balance commerciale française. Et alimenter, via la manne des droits de mutation, les caisses publiques.

Pour ces raisons, l'investissement en immobilier d'entreprise n'est pas l'adversaire de la croissance : il fait au contraire partie de la solution.



Le point de vue

de Marc Bertrand,
Directeur général
de La Française REM

Alors que la conjoncture économique, ainsi qu'une regrettable incertitude réglementaire et fiscale, dessinent un environnement adverse, la classe d'actifs immobilière conserve son attrait auprès de nombreux investisseurs. Toutefois, il serait illusoire de considérer qu'une rentabilité immédiate comparative intéressante, permise par des niveaux de taux d'intérêt historiquement peu élevés, justifiera indéfiniment cet attrait.

Au sein de La Française REM, nous considérons au contraire que l'investissement immobilier doit créer de la valeur sur le long terme. Dans cette perspective, nous nous devons de forger, sans idée préconçue, des convictions sur les segments de marché en croissance, que ces segments soient géographiques ou sectoriels, domestiques ou non, banalisés ou non. Nous nous devons également de maximiser la performance de chacun de nos immeubles ; c'est tout l'enjeu de notre expertise en asset management.

C'est forts de ces convictions et de cette expertise que nous construisons la performance des investissements des épargnants et des investisseurs qui nous font et qui nous feront confiance.

L'immobilier dans son contexte économique et financier

Environnement économique : rebond ou rechute ?

Alors que le 2^e trimestre s'était achevé sur une note positive, avec une croissance trimestrielle du PIB français de 0,5 % et des indicateurs en redressement, le 3^e trimestre a vu la croissance économique replonger en territoire négatif (-0,1 %), sous l'effet d'une chute des exportations et de la production industrielle et d'une stagnation de la demande. Selon la Banque de France, le PIB devrait rebondir à 0,4 % au 4^e trimestre, pour une croissance annuelle d'environ 0,8 % - 0,9 %. La pression fiscale, le niveau du chômage et des déséquilibres budgétaires mal maîtrisés sont autant de freins à une reprise durable. A cet égard, la note de la dette française a à nouveau, été dégradée par l'agence américaine Standard & Poors.

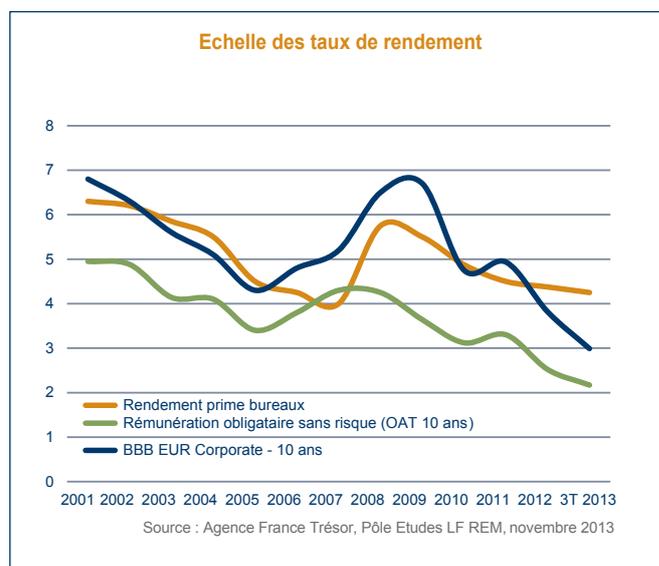
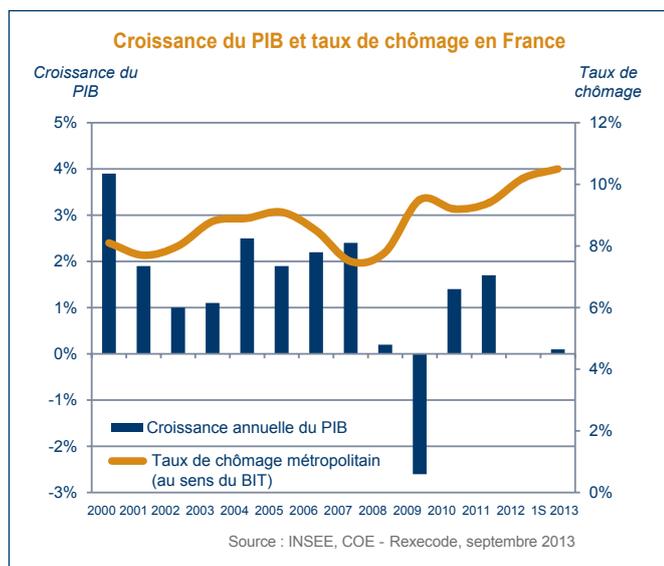
En zone euro, après les données clairement positives de la fin d'été, les indicateurs avancés (PMI, IFO..) augurent d'une reprise très fragile, assortie d'une glissade préoccupante de l'inflation. Si l'Allemagne redémarre lentement, l'Espagne est enfin sortie de récession. La zone demeure toutefois pénalisée par un taux de change de l'euro défavorable qui vient neutraliser les efforts de désinflation compétitive de certains pays. Grâce à une politique monétaire et budgétaire très accommodante, le Royaume-Uni a pour sa part retrouvé le chemin de la croissance (0,8 % au T3).

L'environnement mondial semble en voie d'amélioration. Si les Etats-Unis et le Japon croissent respectivement à un rythme annuel de 2,8 % et de 2 %, c'est du côté des zones émergentes que le flux des nouvelles a été le plus encourageant, en particulier pour la Chine (PIB, PMI).

Environnement financier : une politique monétaire durablement accommodante

Avec un glissement annuel de 0,7 % en octobre, l'inflation de la zone euro s'est installée à des niveaux très faibles, conduisant la Banque Centrale Européenne à baisser son principal taux directeur de 25bp, à 0,25 %. Par ailleurs, et même si ce n'était pas explicite, cette action visait à corriger le taux de change de l'euro, qui avait atteint 1,38 USD en octobre, qui commençait à menacer la compétitivité des exportations européennes. En conséquence, l'Europe s'inscrit dans un environnement de taux très bas, le rendement de l'OAT 10 ans revenant vers 2,25 % (contre 2,70 % en septembre 2013) et celui du Bund 10 ans à 1,60 % à la fin novembre 2013. Le ralentissement des programmes d'émission des Etats du sud de la zone euro devrait permettre une poursuite de la détente des rendements périphériques en fin d'année.

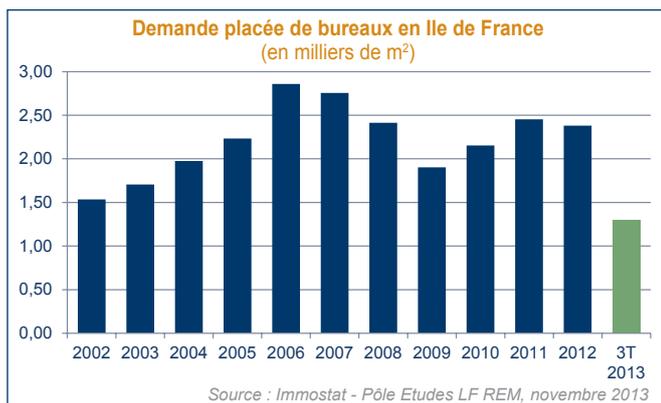
Aux Etats-Unis, l'annonce surprise en septembre de la poursuite par la Réserve Fédérale américaine de son programme d'injection de liquidités sur un rythme inchangé s'est traduite par une chute marquée des taux d'intérêt, à 2,60 % pour le US Treasuries à 10 ans à fin novembre, contre 2,93 % en septembre. Par ailleurs, la moindre lisibilité des statistiques économiques suite au "shutdown" devrait inciter la FED à repousser à début 2014 la réduction de ses achats d'actifs.



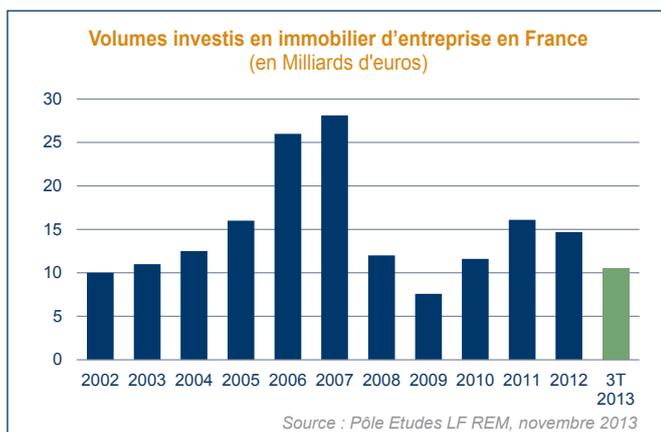
Décryptage de la conjoncture immobilière en France

Immobilier d'entreprise : la grande divergence

Malgré le frémissement de la conjoncture au 2^e trimestre 2013, l'activité locative subit avec un léger décalage l'impact du ralentissement économique : seuls 1,3 million de m² de bureaux ont ainsi été placés en Ile-de-France sur les neuf premiers mois de 2013, soit une baisse de 28 % par rapport à 2012. Le marché demeure bloqué par l'attentisme d'utilisateurs privilégiant les renégociations de baux et par le recul marqué des grandes transactions (- 50 % en un an). Si les valeurs locatives faciales ne s'ajustent que légèrement, en baisse de 2 % pour les surfaces de seconde main, les mesures d'accompagnement continuent de croître, pouvant atteindre jusqu'à 30 % des loyers faciaux. Les marchés régionaux marquent également le pas, à l'exception de Lyon qui affiche une très bonne performance (+ 40 %) grâce à trois méga-transactions de plus de 20 000 m², et de Lille (+ 31 %), où le segment des moyennes surfaces est demeuré actif.



Le marché de l'investissement en France affiche pour sa part une bonne tenue au 3^e trimestre 2013 : près de 10,5 Mds d'euros ont été investis sur les neuf premiers mois, en hausse de 8 % sur un an. Le marché a été particulièrement animé par des transactions de grande envergure, et ce bien que le nombre de



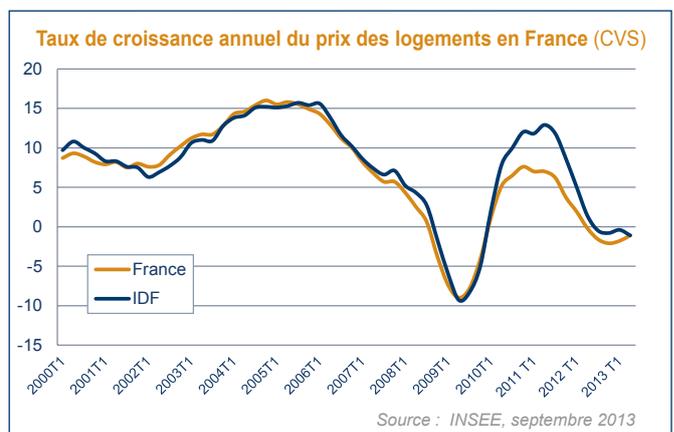
transactions se trouve en baisse de 20 %. L'aversion au risque des investisseurs se maintient, et l'on observe ainsi les débuts d'un repricing des actifs secondaires, à l'image de River Plaza à Asnières ou L'Atrium à Gennevilliers, cédés à des taux de rendement élevés. Par ailleurs, la fin de l'année devrait être très animée, grâce à de très grandes transactions en cours telles que l'acquisition du portefeuille Docks Lyonnais (env. 750 M€) par ADIA, celle du portefeuille Risanamento (+ de 1md€) ou encore celle du Centre commercial Beaugrenelle (+ 700 M€).

Immobilier résidentiel : érosion contenue

Après une chute de 12 % des ventes dans l'ancien en France en 2012, la baisse des volumes semble enrayée en 2013 : 678 000 transactions ont été enregistrées sur 12 mois à fin août 2013, contre 648 000 en février 2013. En Ile-de-France, la baisse de l'activité est plus marquée (- 15 %) mais semble en voie de stabilisation. En cause, la distribution de crédits nouveaux à l'habitat qui a rebondi en 2013 sous l'effet de taux d'emprunt très faibles (2,95 % au T2 2013 selon l'Observatoire du Crédit Logement / CSA).

Dans un marché devenu moins fluide, l'évolution des prix est peu lisible. Si au T2 2013, l'indice INSEE-Notaires des prix des logements anciens a connu une baisse de 1,1 % sur un an, il a rebondi de 0,3 % sur 3 mois. Alors que les prix ont baissé de 1,1 % sur un an en régions comme en Ile-de-France, la baisse a atteint 1,9 % à Paris, où les délais de négociation se sont significativement allongés. Globalement, la tendance demeure à une érosion très modérée des prix, contenue par les besoins structurels en logements de la population.

Sur le marché du neuf, la construction a poursuivi sa baisse mais à un rythme plus modéré avec 342 800 mises en chantier enregistrées sur 12 mois à fin août 2013, soit - 11 % sur un an, contre - 18% en 2012. Le segment demeure contraint par l'atonie du marché de l'accession et par la montée en charge très progressive du dispositif Duflot, qui devrait toutefois accélérer en fin d'année 2013.



La dette immobilière, bientôt une classe d'actifs à part entière ?

Depuis maintenant près de 2 ans, les investisseurs en créances immobilières suppléent partiellement les banques dans le financement de l'immobilier. Cette situation résulte d'une demande alimentée par les besoins de refinancement de dettes arrivant à maturité, ainsi que par les nouvelles acquisitions, soit sur l'immobilier tertiaire français un flux annuel de financements de 5 à 10 md€. Elle répond également au relatif retrait des banques laissant la place à des investisseurs institutionnels recherchant des produits alternatifs générant des rendements attractifs. Comme l'illustre le paysage du financement aux États-Unis, la tendance à la désintermédiation bancaire semble aujourd'hui durable.

Quelle organisation du marché ?

Les banques conservent leur rôle à l'origination des dossiers, mais privilégient désormais un modèle "Originate to distribute" faisant appel à des investisseurs réunis en club-deal. A l'exception des assureurs qui peuvent intervenir en direct, ces "prêteurs alternatifs" utilisent des plateformes de gestion collective de créances offrant le sourcing, la gestion ainsi que la mutualisation du portefeuille.

Le marché a par ailleurs déjà entamé un début de segmentation, fondé sur le profil risque/rendement des actifs financés ("core", "core +", etc) ainsi que des types de dette ("senior", "subordonnée").

Un investissement sécurisé

Si la dette immobilière propose les qualités du sous-jacent physique en termes de taille, de diversité et de liquidité, l'investisseur bénéficie de protections spécifiques :

- Sur le segment de la dette senior, le niveau de levier (autour de 50 %), l'amortissement et la maturité (5 ans) minimisent le risque de non-service de la dette,
- Les covenants financiers (LTV, ICR,...) sont établis de façon à contrôler le risque dans sa durée et d'agir préventivement en cas de situation à risque,
- Les garanties couvrent l'actif sous-jacent et les loyers (cession Dailly), avec la sécurité de l'enregistrement de l'opération par un notaire,
- En France, l'investissement s'opère par le biais d'un FCT, véhicule souple et peu coûteux géré par une Société de Gestion agréée ainsi que par un Dépositaire et une Société de Gestion Déléguée.

Les facteurs de performance

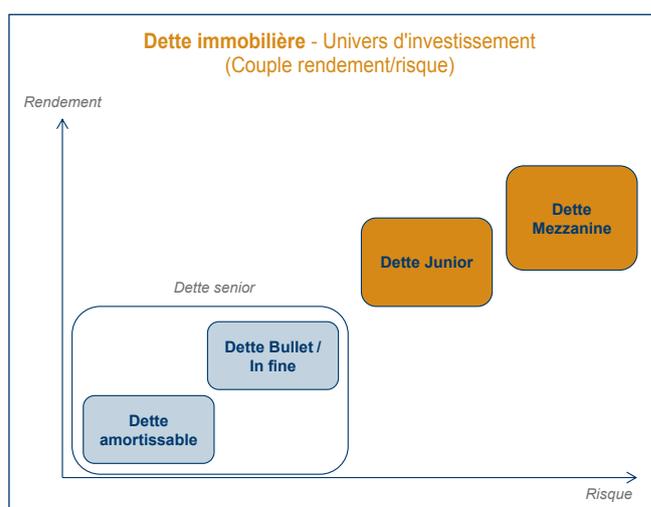
Pour un investisseur, le segment des créances immobilières offre plusieurs avantages :

- Un produit à taux variable offrant une couverture contre l'inflation,
- Un "spread" reflétant une configuration de marché favorable aux prêteurs,
- Un traitement règlementaire favorable, avec un SCR (Solvency II) inférieur à 10 %.

Dans une allocation d'actifs, le rendement de la dette immobilière se compare favorablement à d'autres produits de type "fixed income" et constitue un complément pertinent aux actifs physiques dans une allocation immobilière.

Choix du partenaire-gérant

Dans un contexte durable de maturation du segment et de multiplication des acteurs, le choix du partenaire-gérant sur les critères du sourcing, de la connaissance des actifs sous-jacents et dans la mesure du possible de l'alignement d'intérêts, est naturellement déterminant.



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.