

Nos convictions d'investissement 2014-2015

Comme chaque année, dans un environnement en légère reprise mais qui reste toujours adverse, La Française REM définit sa stratégie d'investissement pour ses acquisitions en immobilier d'entreprise français.

Philosophie d'investissement

Pour la mise en œuvre d'une stratégie à risque maîtrisé, il conviendra de se positionner sur des actifs bénéficiant d'un **emplacement privilégié** (dans un marché locatif profond et bien desservi) ainsi que d'une qualité supérieure en matière technique et environnementale et/ou d'une **situation locative sécurisée** par la qualité des locataires, la durée du bail ou la mutualisation du risque locatif, la cohérence du loyer en place avec le loyer de marché.

Pour **une stratégie de création de valeur** anticipant la reprise cyclique, le **critère de la qualité de l'emplacement** reste fondamental, combiné avec celui de la possibilité technique du repositionnement et du verdissement de l'actif immobilier. La stratégie d'investissement devra également intégrer les **évolutions des besoins et des exigences des occupants**, notamment pour les bureaux, ainsi que les **changements structurels, technologiques, démographiques et sociaux** et qui, même en l'absence de croissance économique, génèrent de nouveaux besoins immobiliers et structurent la demande. Enfin, les décisions d'investissement devront intégrer les grands projets d'infrastructures, tels que le Grand Paris.

Allocation par segment et par secteur

Si le **segment des bureaux** offre la plus grande liquidité par sa taille et sa profondeur, sa part dans l'allocation globale devra être réduite par rapport aux années précédentes en raison d'une conjoncture délicate et des trop faibles taux de rendement atteints par les actifs les plus sécurisés.

Dans cette perspective, il est recommandé, selon les stratégies d'investissement, de sélectionner des actifs situés dans des zones bénéficiant de marchés locatifs dynamiques et profonds, à savoir Paris intra-muros, la première couronne parisienne à proximité immédiate des transports, ainsi que les quartiers d'affaires établis et connectés des principales

agglomérations régionales : Lyon, Marseille, Lille, Bordeaux, Toulouse et Nantes.

Pour la mise en œuvre d'une stratégie core/core + seront ciblés des immeubles récents ou bien entretenus ainsi que des immeubles neufs pré-commercialisés. Pour une stratégie "value-added", des stratégies de restructuration "green" d'immeubles anciens à Paris / première couronne (métro) et l'acquisition d'immeubles en "blanc" à Paris et première couronne ou au pied de gares TGV en régions seront envisagées.

Pour l'ensemble des actifs de bureaux étudiés, il conviendra de mener une analyse préalable de conformité aux normes et labels environnementaux pour les immeubles neufs, ainsi que sur les coûts de mise aux normes pour les actifs plus anciens. Sur le **segment des commerces**, la qualité des emplacements, en particulier en centre-ville, au regard des flux de consommateurs, ainsi que la résistance à la conjoncture et à la concurrence du e-commerce des secteurs d'activité des enseignes, constitueront les paramètres-clé d'acquisition. Le caractère défensif des meilleurs commerces demeure élevé et justifie une allocation significative, même si elle reste minoritaire compte tenu de la rareté de l'offre. Il est recommandé de se positionner sur les segments les plus sécurisés du secteur, à savoir : les emplacements n°1 et 1 bis de centre-ville, les centres commerciaux bien placés et dominant leurs bassins de population, les retail parks ou les galeries commerciales loués à des enseignes peu concurrencées par le e-commerce. Ces actifs devront être positionnés dans des bassins de population de plus de 300 000 habitants.

Sur 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, en région parisienne et lyonnaise, répondant aux besoins des PME,
- Les **résidences étudiantes et seniors**, qui répondent à des besoins structurellement insatisfaits.

L'immobilier dans son contexte économique et financier

Environnement économique : timide éclaircie

Après une année 2013 où l'économie française a connu une sortie de récession en dents de scie, une légère reprise a semblé se profiler au 2^e semestre : le climat des affaires est en hausse depuis l'été, tandis que la production industrielle redémarre lentement. Au 4^e trimestre, le PIB a rebondi de 0,3 % pour atteindre une croissance de 0,3 % sur 2013, tandis qu'une **légère accélération de la croissance** est attendue pour 2014 (+0,9 %). Si la résistance de la consommation des ménages a encore fait office d'amortisseur, le taux de chômage a néanmoins continué de progresser à un rythme ralenti (10,5 % de la population active au 3^e trimestre 2013 en métropole). L'inflation demeure à un niveau très faible (0,7 % sur l'année), indiquant une activité ralentie.

L'activité économique demeure contrainte par une forte pression fiscale justifiée par l'ajustement budgétaire en cours ainsi que par un manque de compétitivité due à des coûts du travail élevés, à une fiscalité défavorable, à une mauvaise spécialisation et au taux de change élevé de l'euro. Les diverses mesures envisagées (CICE, Pacte de Responsabilité) devraient néanmoins contribuer à restaurer la compétitivité des entreprises.

En zone euro, **la reprise est fragile et disparate** : l'Allemagne redémarre et accélère, portée par les exportations, l'Italie émerge lentement, tandis que l'Espagne est enfin sortie de récession. La zone demeure toutefois pénalisée par un taux de change défavorable et par une glissade préoccupante de l'inflation qui a conduit la BCE à baisser son taux directeur.

Si la situation des pays développés semble pour sa part en voie d'amélioration (le Royaume-Uni, les Etats-Unis et le Japon croissent à un rythme supérieur à 2 %), le ralentissement et l'instabilité monétaire des économies émergentes pourraient à terme constituer une menace pour la reprise mondiale.

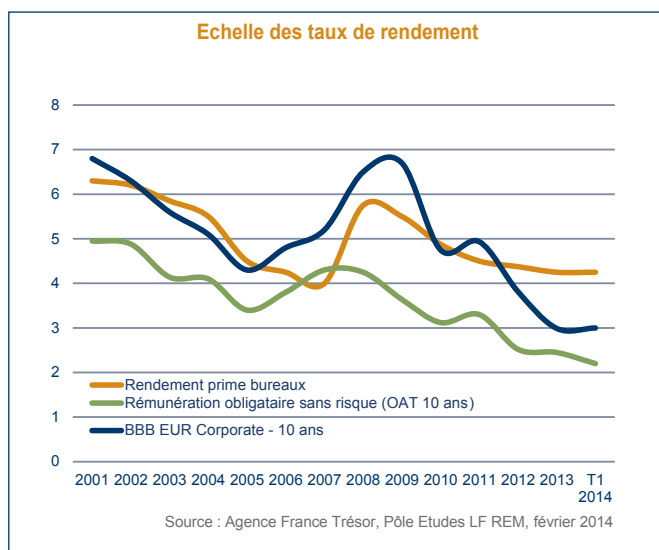
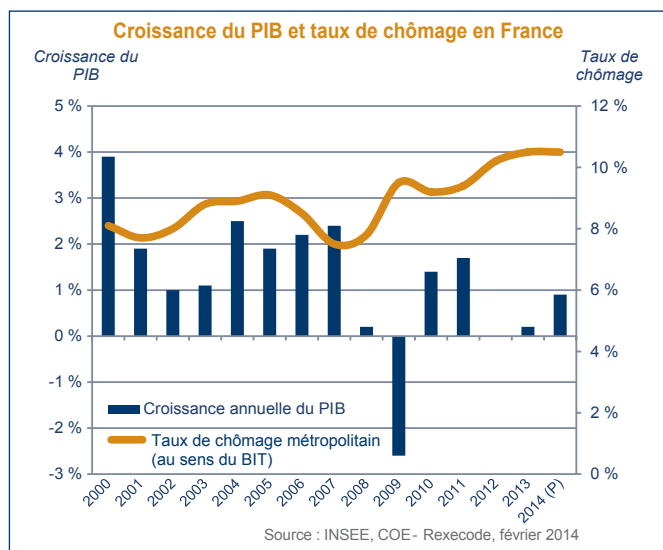
Environnement financier : baisse de l'aversion au risque

En 2014 comme en 2013, les marchés de taux demeurent à la fois bien orientés et animés par les actions des banques centrales.

Ainsi, la Federal Reserve, en annonçant au cours de l'été la réduction progressive de ses mesures de soutien non-conventionnelles, a d'abord déclenché une remontée des taux des obligations souveraines, finalement enrayée. Depuis, cette décision affecte les pays émergents dépendant des capitaux non domestiques, telles que l'Inde, le Brésil ou la Turquie, dont les monnaies et les marchés boursiers demeurent sous pression.

Pour sa part, la BCE, qui avait prévu d'être active pour protéger l'intégrité de la zone euro, est intervenue sous la crainte de pressions déflationnistes en abaissant ses taux directeurs en novembre 2013. En conséquence, le rendement de l'OAT 10 ans, qui avait touché un plus bas en mai 2013, à environ 1,65 %, est remonté 2,7 % en septembre avant de refluer à 2,2 % en février 2014.

Cet **environnement monétaire très accommodant**, qui maintient la courbe des taux à un niveau historiquement faible, contribue à réduire l'aversion au risque des investisseurs. Ceux-ci recherchent des rendements plus élevés et favorisent, dans les allocations d'actifs, **les segments plus risqués** tels que les obligations "high yield" et les actions. Les marchés boursiers des pays développés ont ainsi connu un millésime 2013 très positif, sanctionné par une performance totale de 22 % pour le CAC 40 et de 27 % pour le Dow Jones, sa meilleure performance depuis 1997. En février 2014, le CAC 40 a ainsi retrouvé ses meilleurs niveaux depuis 2008. Dans l'immobilier, les stratégies de création de valeur sont également de retour, comme l'illustrent des levés de fonds record par les grands gestionnaires américains.

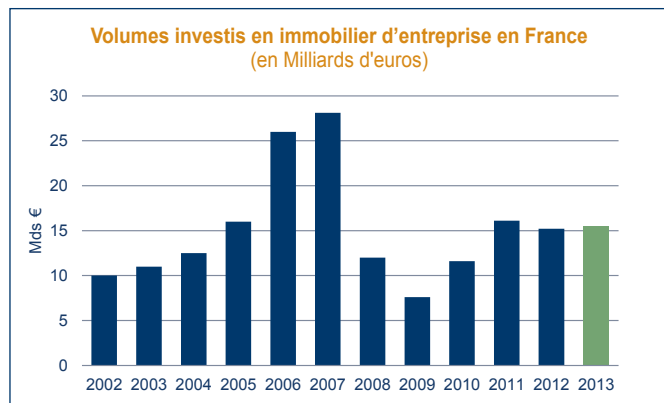


Décryptage de la conjoncture immobilière en France

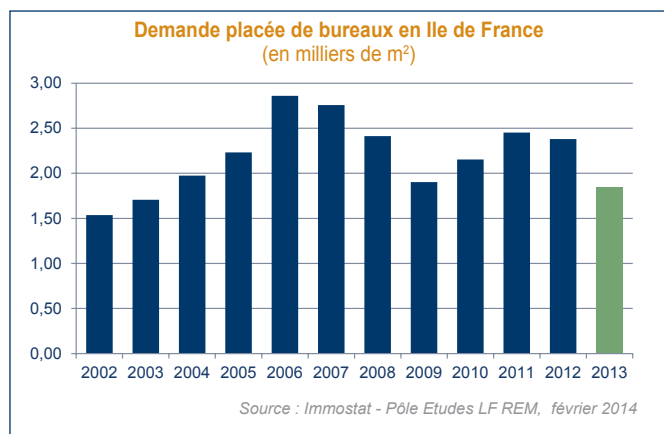
Immobilier d'entreprise : l'investissement sur les chapeaux de roue

Comme anticipé, et après un bon cru 2013 (15,5 milliards d'euros investis), le marché de l'investissement français a commencé l'année 2014 sur les chapeaux de roue.

Le groupe d'assurances italien Risanamento a ainsi cédé à un consortium du Moyen-Orient l'ensemble de son très prestigieux portefeuille parisien pour un montant supérieur à 1,2 Md€. De son côté, l'investisseur opportuniste américain Lone Star a pris le contrôle de "Cœur Défense", le plus important immeuble de bureaux en Europe (190 000 m²). Acquis 2,1 Md€ par Lehman Brothers en 2007, Cœur Défense aurait dans cette dernière transaction été valorisé à environ 1,3 Md€... Enfin, le Centre Commercial Beaugrenelle, dans le 15^e arrondissement de Paris a été cédé par Gecina pour 700 M€ à un club d'investisseurs français.



Au-delà de ces trois méga-transactions, le marché de l'investissement est aujourd'hui animé par de nombreuses opérations et des investisseurs actifs. Offrant à la fois la sécurité locative recherchée par les investisseurs de long terme en période de basses eaux économiques ainsi que



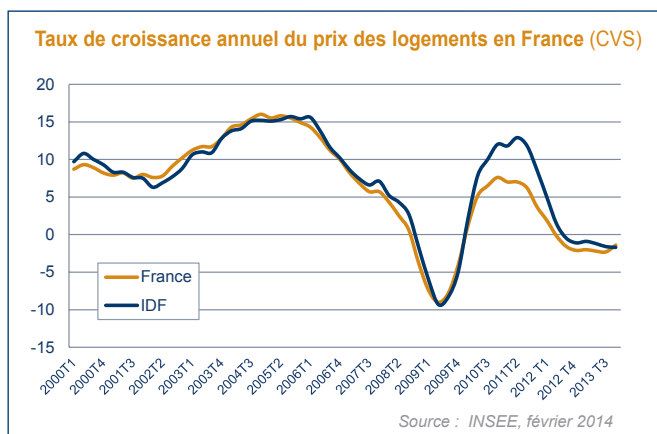
des opportunités de création de valeur anticipant la reprise économique, le marché de l'investissement devrait en 2014 continuer à drainer des volumes significatifs de capitaux, tant domestiques qu'internationaux.

Cette activité tranche fortement avec l'atonie d'un marché locatif impacté par la faible activité économique. Avec 1,84 million de m² à fin 2013, la demande placée sur le marché francilien des bureaux est en recul marqué (-25 % par rapport à 2012), malgré un 4^e trimestre plus dynamique qu'attendu. Ce recul est dû à la chute des grandes transactions (-48 %) et l'attentisme d'utilisateurs préférant renégocier leurs baux. Alors que l'augmentation des mesures d'accompagnement avait en 2012 permis de stabiliser les valeurs faciales, les loyers faciaux amorcent une légère baisse en 2013. Parallèlement, l'offre immédiate a augmenté en 2013 de 9 %, portant le taux de vacance francilien à 7,5 %. Le taux de vacance reste néanmoins toujours inférieur à 5 % à Paris. Si les perspectives restent mitigées pour le premier semestre, le marché locatif devrait ensuite amorcer une reprise, en ligne avec la reprise de l'économie.

Immobilier résidentiel : érosion contenue

Le marché résidentiel français n'aura finalement - et en moyenne - connu qu'une légère érosion en 2013 : les ventes sont à peu près restées étales par rapport à 2012 (690 000 contre 704 000 en 2013), avec même une reprise des ventes en septembre. Du côté des prix, la correction entamée en 2012 (-2,1 %) a décéléré pour n'atteindre que 1,4 % en 2013 (chiffres INSEE-notaires au 4^e trimestre). Cette érosion masque toutefois de fortes disparités notamment entre les grandes villes et les zones périurbaines et rurales.

Malgré la conjoncture économique et l'évolution du contexte réglementaire (adoption de la loi ALUR en février 2014), une demande soutenue de logement, la rareté des biens dans les zones les plus denses et des taux de crédit à l'habitat à des plus bas historiques continuent de soutenir l'immobilier français.



Une Europe immobilière en reprise, en ordre dispersé

En 2014, si la plupart des marchés européens devraient connaître une reprise, des rythmes divergents ainsi que des caractéristiques structurelles différentes justifient des stratégies adaptées.



Au Royaume-Uni, et en particulier à Londres, l'amélioration significative de l'environnement économique a permis une reprise marquée des transactions de bureaux, des loyers et de la construction. L'investissement a pour sa part connu une forte dynamique, les engagements atteignant 42 m£ (+12 %). Les anticipations de hausse des valeurs, la grande liquidité du marché et l'afflux massif de capitaux internationaux ont poussé les rendements à des niveaux très bas, de l'ordre de 4 % pour le bureau prime et de 3 % pour le commerce prime.

Si le marché londonien offre une liquidité et une transparence uniques, sa volatilité élevée implique une stratégie courte visant à capter le potentiel de hausse des loyers. Pour accéder aux meilleurs emplacements, il faudra en revanche accepter des rendements initiaux très faibles.



En Allemagne, qui bénéficie d'une macroéconomie solide tirée par les exportations et d'un tissu très dense de moyennes entreprises, l'immobilier demeure attractif et bon marché. Le marché de l'investissement a ainsi été marqué par des flux significatifs de capitaux (plus de 30 m€ engagés), en hausse de 30 % par rapport à 2012. L'activité locative demeure pour sa part soutenue dans les grandes villes, ainsi que, signe de vitalité, dans les villes secondaires. Les loyers, traditionnellement stables, oscillent entre stabilité et légère croissance.

L'Allemagne, dont les marchés bénéficient d'une cyclicité réduite, constitue un marché adapté à une stratégie "core" de détention à long terme. Par ailleurs, la structure du territoire permet de s'intéresser autant à des grands marchés – où les taux de rendement sont bas – qu'à des opportunités dans des villes secondaires. Enfin, le secteur du commerce demeure encore peu développé, mais s'avère attractif dans la perspective d'un rééquilibrage du modèle macroéconomique allemand vers la consommation.



En Espagne, les marchés immobiliers ont subi depuis 2008 les effets d'un long et brutal décrochage économique. Ainsi, à Madrid, la demande placée en bureaux a chuté de 69 % et les loyers de 40 %, tandis que les investissements s'effondraient de 80 % entre 2007 et 2012. En 2013 toutefois, des indicateurs économiques en redressement, ainsi qu'un rebond de la demande placée, annoncent une reprise immobilière. Par ailleurs, le marché a dégelé grâce à la mise en place d'une structure de défaisance chargée de céder les actifs des banques, ainsi qu'à l'arrivée massive d'investisseurs opportunistes non-domestiques.

Avec l'esquisse d'un rebond, l'appréciation de l'Espagne s'est nettement améliorée : outre une taille significative, c'est le seul marché en Europe où les actifs prime en centre-ville offrent des rendements attractifs et des loyers en bas de cycle. En revanche, le caractère actuellement très spéculatif de ce marché impose une approche prudente s'appuyant sur une expertise locale.



En Italie enfin, la situation économique a entraîné une sous-performance finalement assez contenue des marchés immobiliers. Ainsi, la demande sur le marché des bureaux à Milan a résisté en 2013, tandis que les loyers "prime" sont stabilisés à 10 % en-dessous de leur pic. En revanche, après plusieurs années de frilosité, les investisseurs se sont significativement repositionnés sur le marché italien. Ainsi, 4,8 m€ ont été investis en 2013 (+80 % par rapport à 2012), essentiellement par des investisseurs internationaux. Les commerces (46 % des investissements) ont en particulier été très recherchés.

L'Italie est aujourd'hui revenue dans le radar des grands investisseurs internationaux, et notamment des fonds opportunistes nord-américains. La reprise des marchés locatifs, attendue pour 2015-2016, permettra quant à elle le retour d'investisseurs plus traditionnels.

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.