

# IMMOBILIER & PERSPECTIVES

LETTRE TRIMESTRIELLE DE LA FRANÇAISE

N° 18 – Décembre 2014

Achevée de rédiger le 19 | 12 | 2014

## MARCHÉ IMMOBILIER FRANÇAIS EN 2014 : PARADOXE ET POLARISATION

### Marché locatif

La demande placée de bureaux en Île-de-France est repartie à la hausse en 2014 avec 2 millions de m<sup>2</sup> placés environ, en hausse de 10 % par rapport à 2013. Bien que loin des 2,9 millions de m<sup>2</sup> placés au plus haut des années d'avant la crise financière globale, cette reprise est significative, elle permet de stabiliser le stock de bureaux disponible à un an autour de 4,9 millions de m<sup>2</sup>. Le ratio demande placée sur stock disponible s'inscrit à 40 % environ, insuffisant pour inverser la tendance à la baisse des loyers, qui nécessiterait un niveau d'au moins 50 %.

La demande a surtout porté sur les grandes surfaces de plus de 5 000 m<sup>2</sup>, ainsi que sur les secteurs les plus cotés : Paris QCA, Croissant Ouest mais également La Défense, qui affiche une belle reprise, Paris Nord Est et Paris Sud. Les grandes transactions locatives du 4<sup>e</sup> trimestre donnent un aperçu de cette situation : 35 000 m<sup>2</sup> loués à l'Oréal au So Ouest Plaza à Levallois, 25 000 m<sup>2</sup> loués à AXA REIM dans la tour Majunga à La Défense, 27 000 m<sup>2</sup> loués à BNP Paribas au Mac 19 dans le 19<sup>e</sup>, 16 400 m<sup>2</sup> loués à la FNAC à Ivry,

L'absorption nette, différence entre la demande placée et les libérations, est en hausse sur l'année 2014 à près de 0,7 millions de m<sup>2</sup> contre 0,4 millions en 2013 alors que les livraisons de bureaux neufs ou restructurés restent autour de 1,1 millions de m<sup>2</sup>.

De façon générale, la demande placée porte de façon privilégiée sur les livraisons, augmentant l'offre de bureaux de seconde main et l'obsolescence du stock disponible. La part des bureaux de seconde main libres de toute occupation depuis plus de quatre ans s'élève à plus de 20 % selon l'ORIE.

### Marché de l'investissement

Le marché de l'investissement a été dynamisé en 2014 par les très grandes transactions, en particulier sur l'immobilier de bureaux. Les montants investis en immobilier d'entreprise devraient augmenter de 30 % environ par rapport à 2013 et s'approcher des plus hauts enregistrés en 2006 et 2007. Les acteurs disposant d'importantes liquidités ont été les principaux intervenants : fonds souverains, compagnies d'assurance, fonds non cotés institutionnels. Les SIIC ont plutôt été en arbitrage sur le plan domestique, elles ont en revanche investi à l'international.

En conséquence, les taux de rendement sur les bureaux Prime ont continué de se contracter à moins de 4%, entraînés par l'importance de la demande et la facilité d'accès au financement.

Beaucoup de ces acteurs misent sur les actifs Prime dans une optique de préservation du capital. Néanmoins compte tenu des prix élevés de ces actifs, certains investisseurs se positionnent sur des actifs sécurisés par des baux de longue durée en périphérie. Les grandes transactions en investissement du 4<sup>e</sup> trimestre illustrent ce propos : acquisition par Oxford Properties de l'immeuble du 32 rue Blanche dans le 9<sup>e</sup> pour 263 millions d'euros, acquisition par Primonial de Grand Seine au 21 quai d'Austerlitz 13<sup>e</sup> pour 196 millions, acquisition par Lasalle Investment Management de la Tour Blanche au 34 place des Corolles à Courbevoie pour 161 millions.



LA FRANÇAISE

# L'IMMOBILIER DANS SON CONTEXTE ÉCONOMIQUE ET FINANCIER

## L'environnement économique est peu porteur

La croissance en France et en zone euro piétine en 2014 et ne parvient pas à sortir de l'apathie. Le rythme de progression du PIB reste en dessous de 1 % par an, ce qui permet au mieux d'éviter une dégradation généralisée du marché de l'emploi. La situation est relativement contrastée au sein des grands pays de la zone avec l'Allemagne qui maîtrise bien ses finances publiques, l'Espagne qui retrouve un certain dynamisme après une sévère cure d'austérité, la France en quasi-stagnation et l'Italie en récession.

Malgré l'annonce de plans d'investissement massif par la Commission Européenne, le marasme devrait perdurer tant que la convergence entre les niveaux de compétitivité des pays de la zone ne sera pas plus affirmée, ce qui risque de demander du temps.

En Europe hors zone euro, la situation est plus dynamique : l'Angleterre et la Suède en particulier font meilleure figure mais avec là aussi des domaines de fragilité, liés notamment à l'importance de la dette privée.

L'inflation en Europe reste très basse, les pays qui ont mis en œuvre des réformes structurelles d'envergure enregistrent même une baisse des prix. Une spirale déflationniste reste peu probable compte tenu de la politique monétaire très accommodante de la Banque Centrale Européenne.

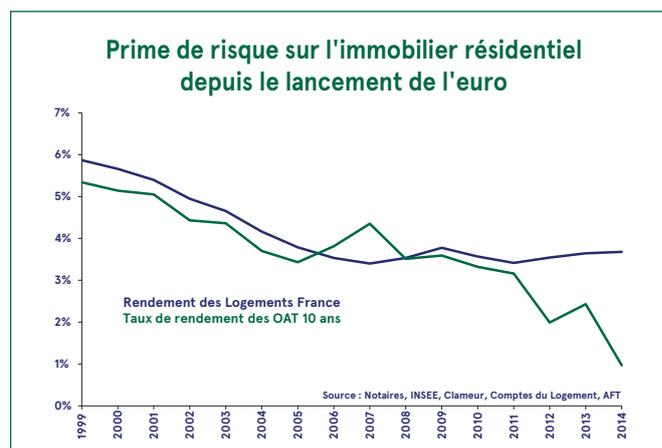
En toile de fond, l'économie mondiale reste assez dynamique avec une croissance supérieure à 3 %, notablement en dessous de son niveau d'avant crise financière globale. Les USA apparaissent comme la source la plus stable et la plus fiable de croissance soutenue par la vigueur de l'investissement productif, de la consommation des ménages, des dépenses publiques et la contribution du commerce extérieur. Le Japon ne parvient pas encore à sortir de façon convaincante de sa longue période de récession déflationniste. La Chine connaît un changement structurel de mode de croissance, d'un modèle dirigiste axé vers les investissements, notamment en infrastructure, vers un modèle de marché tiré par la consommation des ménages, en particulier dans le secteur des services. Ce changement de paradigme s'accompagne d'un atterrissage du rythme d'activité autour de 7% l'an. Les autres pays émergents souffrent d'un certain ralentissement en fin d'année, selon leur dépendance à la hausse du dollar et à la baisse du prix du pétrole. La force du dollar et la chute du prix de l'énergie constituent des "contre-chocs" par rapport aux évolutions qui ont précédé la crise financière globale, qui vont largement conditionner la conjoncture mondiale en 2015.

## L'environnement monétaire et financier est exubérant

Face au risque de déflation et au manque de vigueur de l'économie en zone euro, la Banque Centrale Européenne a encore considérablement assoupli sa politique monétaire durant l'année. Après avoir porté de 0,25 % à 0,15 % puis à 0,05 % son taux directeur, elle a pris la décision de faire rapidement croître à nouveau son bilan pour retrouver son niveau de l'immédiat après crise en 2010 au travers d'achats d'actifs ciblés sur le crédit aux entreprises et la titrisation de créances. Un assouplissement quantitatif "à l'américaine", c'est-à-dire une intervention directe sur le marché des dettes souveraines pour faire baisser les taux d'intérêt et relancer la création monétaire, reste une option ultime que la BCE n'a pas encore adoptée.

Le démarrage effectif de l'union bancaire avec la mise en place du mécanisme unique de supervision en novembre est un événement majeur sur le plan institutionnel en zone euro. Ce nouveau pas dans l'intégration de la monnaie unique permettra de défragmenter le marché bancaire entre les pays de la zone et de rendre les banques plus réactives à la conjoncture des affaires. Elle permettra ainsi une meilleure transmission de la politique monétaire accommodante de la BCE à l'économie réelle.

Au final l'événement marquant de l'année sur le plan financier en France est la chute de plus de 150 points de base du taux de rendement actuariel des OAT à 10 ans qui franchissent la barre du 1 %. Ce mouvement est tout à fait exceptionnel et il faut remonter 20 ans en arrière pour observer une telle baisse. Simultanément le taux des Bunds allemands à 10 ans n'a baissé que de 125 points de base sur l'année et le taux des US Treasuries à 10 ans de moins de 100 points de base. L'évènement est bienvenu pour le marché des bureaux qui voit sa prime de risque par rapport aux OAT augmenter mais il traduit également des anticipations de faible croissance dans les années à venir et une certaine faiblesse des revenus locaux escomptés.

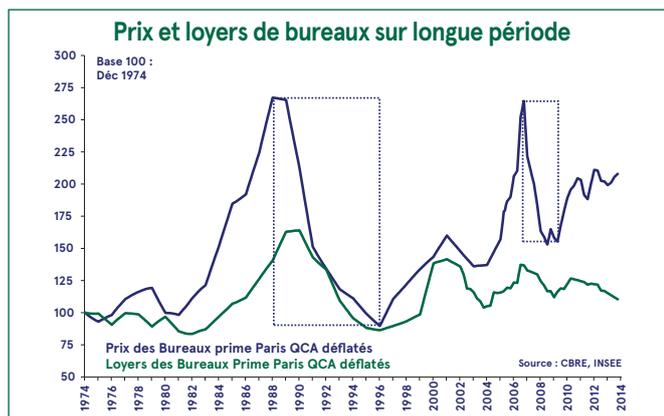


# DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN FRANCE

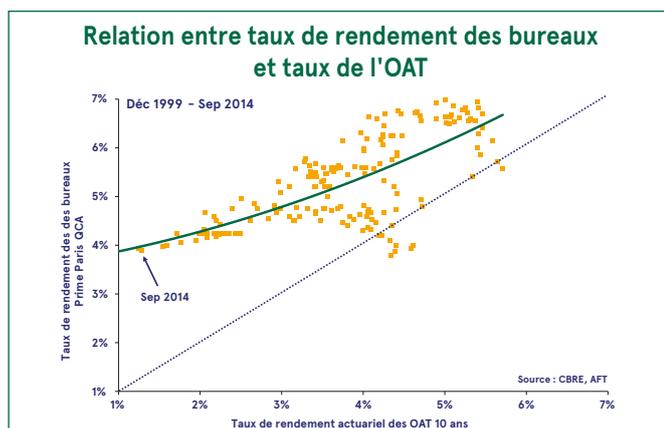
## Immobilier d'entreprise : conjoncture molle sur les loyers et impact de la répression financière sur les taux de rendement

Avec une croissance faible et une inflation quasi nulle, les loyers de bureaux subissent une tendance baissière qui diverge de l'évolution des prix dans le segment Prime très demandé. Cette demande qui se matérialise par un marché de l'investissement immobilier dynamique sur le segment des grandes transactions est la conséquence directe de la répression financière qui s'exerce sur le marché des emprunts d'état.

La divergence qui s'en suit entre les loyers et les prix est assez exceptionnelle historiquement. Mais l'ampleur du déséquilibre est tempérée par la relative modération de la hausse des prix, loin des excès du passé.



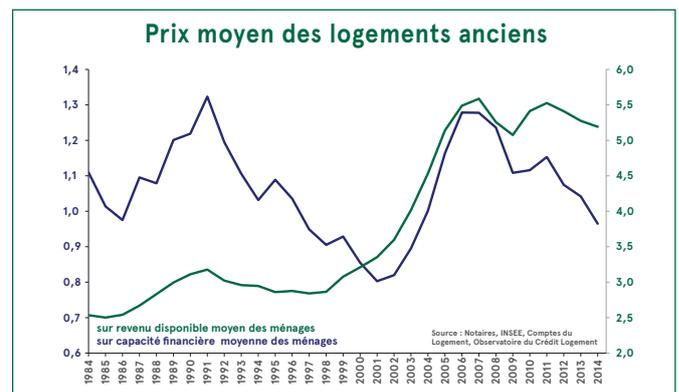
Cette divergence constitue néanmoins une source potentielle de correction des prix sur le marché des bureaux. Mais depuis le lancement de l'euro, la relation entre le taux de rendement des bureaux Prime Paris QCA et le taux des OAT est convexe, ce qui signifie qu'une hausse du taux des OAT induit une hausse moindre des taux de rendement. Au niveau actuel du taux des OAT, la pression sur le taux de rendement des bureaux serait faible. Le marché est donc relativement bien protégé.



## Immobilier résidentiel :

Les prix de l'immobilier résidentiel en France baissent peu à peu. L'indice provisoire Notaires INSEE des logements anciens en France recule de 0,4 % au 3<sup>e</sup> trimestre après une quasi-stabilité au 2<sup>e</sup> trimestre. Sur un an l'indice affiche une baisse de 0,9 % et il se situe 4,7 % en dessous de son plus haut de 2011. La situation est contrastée entre Paris, les capitales régionales ainsi que les régions bénéficiant d'une attractivité liée à leur emplacement privilégié qui résistent à la baisse des prix et le reste du pays où les prix peuvent localement subir de fortes pressions.

Même avec un revenu disponible moyen en quasi-stagnation, la solvabilité des ménages s'améliore quelque peu dans le cas d'un achat réalisé en fonds propres, mais elle s'améliore fortement dans le cas d'un achat réalisé à crédit. En effet la capacité financière des ménages, qui mesure le prix qu'un ménage au revenu disponible moyen peut acquitter avec un apport de fonds propres de 50 % (moyenne observée des apports dans les transactions secondaires) et un crédit basé sur un taux d'effort de 20 %, s'est largement renforcée avec la baisse des taux d'intérêt. Le taux moyen des emprunts hypothécaires, qui se situe en dessous de 2,4 % pour une maturité de 17,3 ans à fin 2014, est le plus bas jamais enregistré sur la période d'inflation maîtrisée initiée en 1983. En termes de comparaison entre le prix moyen de marché des logements et la capacité financière moyenne des ménages, on est revenu à la situation de l'année 2004.



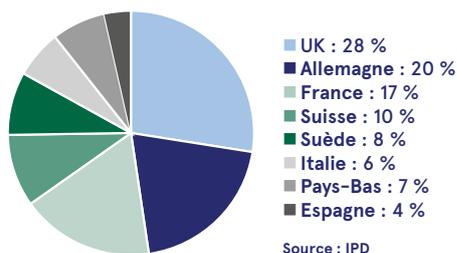
La prime de risque du marché des logements par rapport au taux des OAT augmente également avec la chute des taux d'intérêt. En effet, les loyers moyens ne progressent que très peu depuis 2008 alors que les prix reculent lentement depuis 2011, le rendement des logements résiste donc bien à la répression financière. Cette situation procure un soutien au marché de l'investissement qui reste assez actif en transactions de seconde main avec environ 725 000 opérations secondaires sur l'année 2014, comme en 2013. En revanche, la production de logements neufs ralentit fortement en 2014 avec 300 000 mises en chantiers contre 330 000 en 2013.

# FOCUS

## L'Europe constitue une opportunité intéressante de diversification du portefeuille immobilier

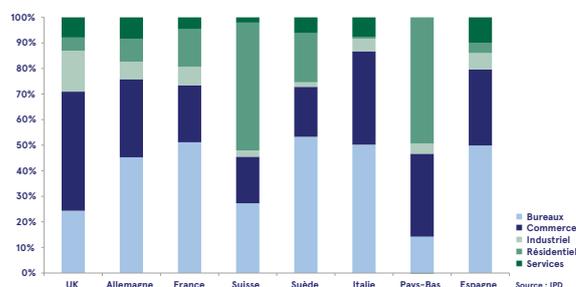
Le marché de l'investissement institutionnel en immobilier en Europe est de l'ordre de 2 000 milliards d'euros, soit près de 15 % du PIB total. Le marché en zone euro constitue environ la moitié du marché européen. Le Royaume-Uni est le principal marché d'investissement, suivi par l'Allemagne et la France. La Suisse, la Suède, l'Italie et les Pays-Bas suivent avec des marchés de moindre taille. Le gisement est donc important et ne fait que croître car l'univers investissable, c'est-à-dire de qualité d'investissement institutionnelle, est estimé à 45 % du PIB et de plus en plus de propriétaires-occupants font le choix de l'externalisation. La détention directe d'immobilier diminue tendanciellement au bénéfice des fonds cotés, qui représentent près de 50 % du total du marché, répartis de façon à peu près égale entre coté en non coté.

**Taille relative des principaux marchés d'investissement immobilier en Europe fin 2013**



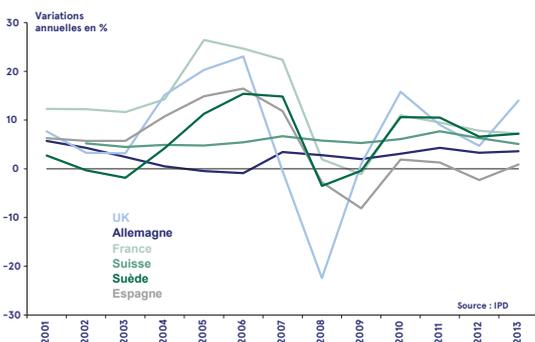
Le marché des bureaux est le secteur le plus important à l'échelle européenne avec près de 40 % du total investi, puis vient l'immobilier de commerce avec un peu plus de 30 %, l'immobilier résidentiel avec 15 % et l'immobilier industriel avec un peu moins de 10 % et enfin l'immobilier de services avec 5 %. La répartition par type d'immobilier varie beaucoup de pays à pays, en grande partie conséquence des préférences des investisseurs locaux pour le rendement locatif ou le rendement en capital. L'immobilier de bureaux est dominant en Allemagne, en France, en Suède en Italie et en Espagne. L'immobilier de commerce est dominant au Royaume-Uni et important en Italie et en Espagne. L'immobilier résidentiel est dominant en Suisse et aux Pays-Bas. L'immobilier industriel est surtout présent au Royaume-Uni.

**Répartition de l'investissement immobilier par secteurs fin 2013**



Si l'on se concentre sur les marchés de bureaux, les cycles des performances globales (rendement locatif et rendement en capital) au sein de l'Europe sont relativement asynchrones. Aucun marché ne domine ou n'est dominé systématiquement par l'ensemble des autres, ce qui donne toute sa pertinence à une allocation diversifiée. Le marché des bureaux au Royaume-Uni est le plus volatile de tous, il a aussi tendance à anticiper les tendances des autres marchés. Les marchés allemands et suisses sont très stables et relativement décorrélés des autres marchés. Les performances historiques sont dans l'ensemble très satisfaisantes malgré la grave crise financière qu'a traversée l'Europe en 2008. Les rendements locatifs diffèrent nettement de pays à pays, les Pays-Bas se situant en haut de l'échelle, l'Allemagne et surtout la Suisse en bas de l'échelle.

**Indices de performance globale des Bureaux**



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.



**LA FRANÇAISE**  
GLOBAL REAL ESTATE  
INVESTMENT MANAGERS

[www.lafrancaise-group.com](http://www.lafrancaise-group.com)

173, bd Haussmann 75008 Paris - France - Tél. +33 (0)1 44 56 10 00 - Fax +33 (0)1 44 56 11 00 - 480 871 490 RCS PARIS