

IMMOBILIER & PERSPECTIVES

LETTRE TRIMESTRIELLE DE LA FRANÇAISE

N° 19 - Mars 2015

Achevée de rédiger le 16 | 02 | 2015

REGARD SUR LES MARCHÉS

Après une année 2014 contrastée, marquée par des pays dynamiques et d'autres en croissance plus lente, les diverses prévisions économiques publiées au cours des dernières semaines semblent être plus convergentes pour 2015 et 2016. Or, ces anticipations ne tiennent pas totalement compte des changements de grande ampleur actuellement en cours : effondrement du prix du pétrole, forte baisse de l'euro, nouvelle politique budgétaire européenne, ouverture des vannes monétaires par la Banque Centrale Européenne. Ainsi, le Quantitative Easing de la BCE, qui consistera à acheter 60 Mds€ de titres par mois, devrait entraîner de nouvelles baisses de coût du financement, une relance de la consommation et des investissements, ainsi qu'une remontée de l'inflation vers l'objectif de 2 %. De son côté, la Commission Européenne a annoncé un plan d'investissement et une plus grande souplesse dans la mise en œuvre du Pacte de stabilité et de croissance. Selon nos estimations, ces mesures de soutien à l'activité pourraient générer jusqu'à 0,3 point de PIB. Cependant, des facteurs d'instabilité financière apparaissent simultanément : le saut dans l'inconnu de la BCE, la perspective d'une normalisation de la politique monétaire américaine, les chocs sur les prix mondiaux et les taux de change, enfin la menace récente de restructuration de la dette grecque. En résumé, les indicateurs de conjoncture actuels anticipent une croissance européenne encore médiocre cette année, avec des signes graduels d'amélioration. Elle atteindrait ainsi 1 % en 2015 et 1,5 % en 2016, tandis que le taux d'inflation serait en moyenne nul en 2015 puis excéderait 1 % en 2016.

En 2014, les marchés immobiliers européens ont évolué selon deux modèles distincts, reflétant des situations macro-économiques toujours divergentes. Au Royaume-Uni et en Allemagne, les marchés tant de l'investissement que locatifs ont suivi des trajectoires très satisfaisantes au cours de l'année, tandis qu'en France, le fort appétit des investisseurs a persisté malgré le nouveau ralentissement des valeurs locatives. Nous pensons que cette situation se répètera en 2015. En effet, des liquidités encore plus importantes devraient cibler ces trois marchés car les taux de rendement proposés par l'immobilier demeureront attractifs, comparés à des taux longs très bas, voire négatifs dans certains pays, et à ceux servis par les autres classes d'actifs. La prime de risque inhérente à l'investissement immobilier demeurera extrêmement confortable et relativement stable, car les taux longs ne s'ajusteront que très lentement en Europe. Ces masses de liquidités devraient toujours se positionner sur des actifs « core », aux revenus locatifs sécurisés à long terme mais, de plus en plus, sur des biens aux stratégies plus risquées. Parallèlement, les loyers poursuivront leur progression, bien que de manière plus mesurée, à Londres et sur les marchés allemands, tandis qu'ils resteront à la traîne en France, y compris à Paris.

On en coasse



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE D'ENTREPRISE EN FRANCE

Le marché français de l'immobilier d'entreprise : vers un franc redémarrage en 2015 ?

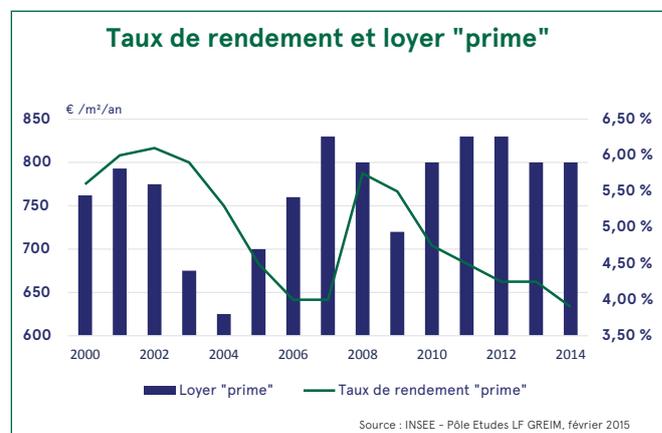
Près de 25 Mds€ ont ainsi été investis en immobilier d'entreprise en France en 2014, en deçà de 17 % seulement du volume record enregistré en 2007. Cette performance est d'autant plus remarquable qu'elle s'établit dans un contexte de recours à l'endettement actuellement nettement plus sélectif. Elle marque un très net redémarrage de l'activité, qui progresse de près de 60 % par rapport à 2012 et 2013, soutenue par plusieurs transactions de grande taille. Leur part a représenté plus de la moitié du volume annuel, un niveau jamais recensé par le passé. De plus, les acquisitions de commerces ont été particulièrement nombreuses, atteignant près de 7 Mds€ du montant de l'année, avec cinq transactions dépassant 500 M€. Les taux de rendement « prime » subissent toujours une forte pression à la baisse, d'autant que la menace d'une remontée des taux sans risque semble écartée, au moins à court et moyen terme. L'OAT a ainsi atteint un nouveau point bas en toute fin d'année.

Les transactions locatives des bureaux en Ile-de-France ont montré un net regain d'activité au cours du 4^e trimestre 2014, en progression de 10 % par rapport au 4^e trimestre 2013 et même de 54 % par rapport au 3^e trimestre 2014. L'absorption nette de bureaux (différence entre les surfaces libérées par les entreprises et celles prises à bail) a en revanche été négative en 2014, pour la 2^e fois depuis 1990. De même, le redémarrage à la hausse de l'offre, illustre bien l'atonie de la croissance française. L'offre devrait néanmoins se stabiliser à nouveau au cours des prochains trimestres, les livraisons de bureaux neufs attendues en 2015 s'avérant relativement faibles, proches de 400 000 m². Le loyer « prime » et le loyer moyen ont, par conséquent, poursuivi leur tassement au 4^e trimestre. Les mesures d'accompagnement sont toujours largement usitées par les bailleurs, pour attirer ou conserver leurs locataires, même si elles tendent à se stabiliser progressivement. Les revenus locatifs demeurent donc, globalement, orientés à la baisse.

L'économie française devrait connaître une croissance plus forte qu'attendue en 2015, portée presque exclusivement par des événements exogènes, même si certaines mesures gouvernementales, le CICE notamment, récemment entrées en vigueur pourraient commencer à porter leur fruit. L'activité devrait tout particulièrement profiter d'un commerce extérieur dynamisé par la faiblesse de l'euro et d'un pouvoir d'achat restauré à la fois par les politiques budgétaires

moins austères et par une baisse des prix dans le secteur de l'énergie, pétrole en tête, engendrant une inflation quasi-nulle. Pour autant, cette meilleure orientation des indicateurs ne sera pas suffisante pour relancer le marché de l'emploi : le taux de chômage ne devrait donc pas entamer de reflux avant la deuxième partie de l'année 2015.

Dans ce contexte, l'absorption nette devrait revenir en territoire faiblement positif en 2015, la demande des utilisateurs progressant légèrement cette année. La baisse des loyers pourrait ralentir graduellement, tandis que le loyer « prime » pourrait se stabiliser en toute fin d'année. Le marché de l'investissement, quant à lui, devrait atteindre des volumes proches de ceux enregistrés en 2014. Les taux « prime » devraient poursuivre leur contraction en 2015. Ceux observés pour les actifs plus secondaires baisseront plus nettement, réduisant ainsi l'écart entre les taux pour ces deux catégories. Compte tenu des évolutions de marché attendues, le maintien d'une prime de risque suffisante entre ces deux segments demeurera néanmoins indispensable et sa variation devra faire l'objet d'une attention toute particulière. Par ailleurs, la qualité de la localisation sera toujours privilégiée. A mesure que la reprise économique se raffermira, la propension des investisseurs à se positionner sur des actifs plus risqués devrait encore s'accroître courant 2015. La divergence entre les marchés de l'investissement et locatifs perdurera donc encore cette année, empêchant un redémarrage franc de l'activité. Ces tendances contraires devraient entraîner une stabilisation des valeurs vénales pour les meilleurs actifs dès fin 2015.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN ANGLETERRE

Le marché britannique de l'immobilier d'entreprise : what comes next?

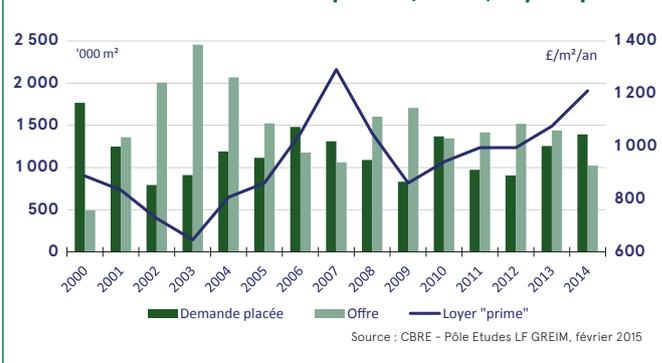
Au Royaume-Uni, et en particulier à Londres, le rythme de la croissance économique, particulièrement soutenu durant les trois premiers trimestres 2014, a légèrement ralenti au 4^e trimestre, à 0,5 %, marquant la progression trimestrielle la plus faible depuis un an. Pour autant, le redémarrage de l'économie britannique, sensible depuis le début de l'année 2013, a entraîné un repli rapide du taux de chômage et une hausse significative des transactions locatives, portant leur volume à 1,39 million de m² en 2014. La demande placée progresse ainsi de 11 % par rapport à celle enregistrée en 2013, pour atteindre son niveau annuel le plus élevé depuis l'année record de 2006. Cette forte progression a profité à l'ensemble des zones de marché, en particulier à Southbank, qui propose des immeubles neufs et spacieux. Dans le même temps, l'offre disponible a poursuivi son recul au 4^e trimestre, pour atteindre son point le plus bas depuis le 2^e trimestre 2001. Elle s'est ainsi réduite de 29 % sur les douze derniers mois mais, à l'inverse des tendances de l'époque, l'offre future est actuellement toujours bien maîtrisée : moins de 350 000 m² devraient alimenter le parc en 2015 et plus de la moitié des surfaces sont déjà pré-commercialisées à ce jour.

Résultat d'une demande en hausse et d'une offre en recul, les loyers ont augmenté dans toutes les zones de marché au 4^e trimestre 2014, y compris dans le West End. Le loyer « prime » y atteint désormais 1 211 £/m²/an, en hausse de 13 % depuis le début de l'année 2014 et de 41 % par rapport à son point bas de fin 2009. Confortés par un marché locatif assaini, les investisseurs ont été à nouveau particulièrement actifs en 2014. Le volume des engagements a ainsi atteint 62,6 Mds£, porté par quarante-huit transactions supérieures à 100 M£, dont quarante-deux contractées par des investisseurs étrangers. Le taux « prime » s'est stabilisé depuis le 4^e trimestre 2013 à 3,75 % dans le West End.

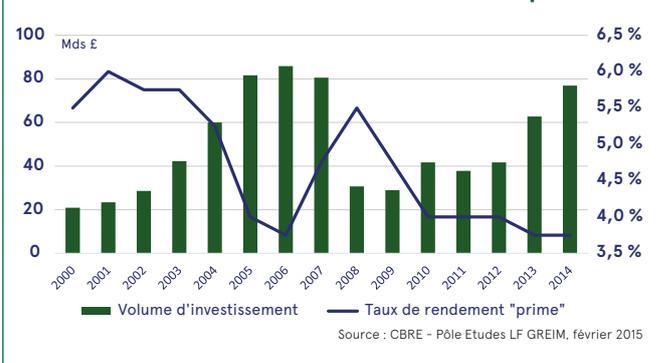
Avec une croissance attendue sensiblement supérieure à 2 % et des volumes de livraisons toujours faibles, nous anticipons une poursuite de la progression des loyers à Londres en 2015. Le relatif ralentissement de l'activité économique en 2016, combiné à des livraisons nettement plus nombreuses, devrait entraîner la stabilisation graduelle des loyers. En effet, la disponibilité accrue de surfaces neuves à partir de 2016 tempèrera, malgré leur absorption rapide, l'augmentation des loyers pour les meilleurs biens. Les loyers pour les surfaces de moindre qualité pâtiront mécaniquement de ce phénomène.

Dans le même temps, les liquidités présentes sur le marché demeureront très abondantes, mais pourraient partiellement se réorienter vers les marchés les plus profonds d'Europe continentale, à la faveur d'un euro faible relativement à la livre. De même, l'issue des élections générales pourrait impacter négativement l'image et donc l'attractivité du pays. Ainsi, nous pensons que le taux « prime » devrait se contracter encore légèrement en 2015 pour toucher son point bas historique à 3,50 % puis augmenter, en ligne avec la remontée des taux par la Bank of England anticipée dès la fin de l'année prochaine. Le marché de Londres devrait donc, comme historiquement observé, être le premier à enregistrer un retournement de tendance. Les valeurs vénales seront néanmoins soutenues par des loyers en progression dans les immeubles localisés près des zones bénéficiant d'un fort développement lié à la construction du Crossrail et de nouvelles lignes de transport.

Central London : demande placée, offre, loyer "prime"



Investissements et taux de rendement "prime"



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN ALLEMAGNE

Le marché allemand de l'immobilier d'entreprise : une trajectoire toujours positive pour 2015

Le coup d'arrêt de l'économie allemande observé au 2^e et 3^e trimestre, résultat du ralentissement des échanges commerciaux et des grandes difficultés de son partenaire russe, n'a pas impacté les différents marchés locatifs. D'ailleurs, le 4^e trimestre a confirmé que le fléchissement de la première économie européenne au 3^e trimestre n'avait été que temporaire, puisque le PIB s'est fortement redressé de 0,7 % sur les trois derniers mois de l'année. La croissance est bien restée robuste, à 1,6 % en 2014 et celle de l'année 2015, préalablement anticipée à 1,3 %, a d'ores et déjà été revue à la hausse fin janvier, à 1,5 %.

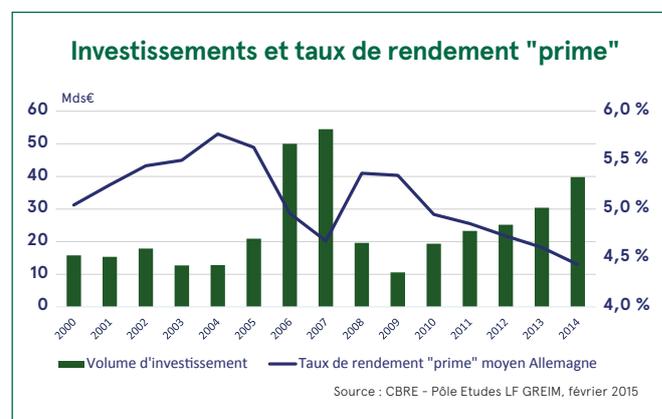
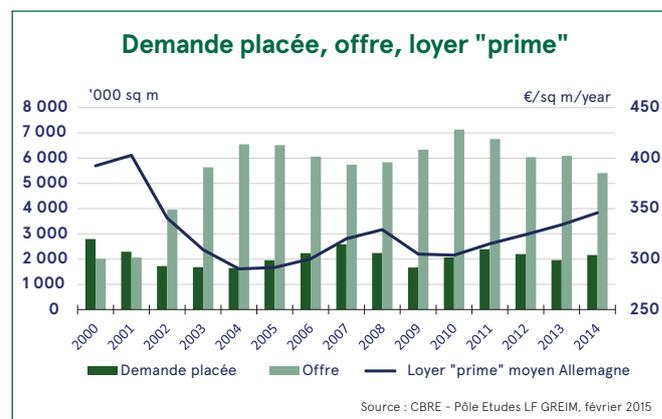
Sur le marché de l'immobilier de bureaux, les prises à bail des utilisateurs sont restées nombreuses, atteignant un total de près de 2,2 millions de m² sur les quatre principaux marchés allemands en 2014, en hausse de 10 % par rapport à 2013. L'absorption nette est restée très positive, soutenue par un taux de chômage stabilisé autour de 6,5 %, l'un des plus bas d'Europe. Berlin et Hambourg ont enregistré des niveaux particulièrement élevés de demande placée. Le marché de Francfort a en revanche subi une baisse importante des transactions locatives, les grands utilisateurs étant dans l'obligation de prolonger leur bail, freinés dans leur mouvement par la rareté de surfaces spacieuses et qualitatives actuellement disponibles. Pourtant, le taux de vacance demeure, à Francfort, à un niveau nettement plus élevé que celui des autres marchés allemands et du nord de l'Europe, confirmant la forte inadéquation entre l'offre et la demande. En moyenne sur les quatre principaux marchés allemands, la vacance a poursuivi sa rapide résorption, entamée au 4^e trimestre 2010, et a reculé de 8 % en 2014. Les loyers « prime », quant à eux, se sont stabilisés au début de l'année 2014, après quatre années de hausse quasi-ininterrompue.

Le marché de l'investissement a lui aussi été très actif, atteignant un volume annuel de 39,8 Mds€ en 2014, en hausse de 31 % par rapport à 2013, soit son meilleur niveau depuis 2007. Les taux de rendement « prime » se sont, quant à eux, régulièrement contractés depuis le 1^{er} trimestre 2009, mais tendent à se stabiliser progressivement.

La bonne santé de l'économie allemande devrait s'accroître en 2015, portée à la fois par la demande interne et une reprise plus franche des échanges commerciaux à l'international. La consommation alimentera la croissance économique, soutenue par un taux d'emploi en progression continue depuis plusieurs années, des hausses de salaires

plus généralisées après une décennie d'austérité et l'instauration du salaire minimal au 1^{er} janvier 2015, élargi à l'ensemble des professions en 2017. Ces tendances endogènes s'ajouteront aux phénomènes exogènes qui impacteront positivement l'ensemble de la zone euro. Ainsi, l'euro faible bénéficiera d'autant plus à l'Allemagne qu'elle est le plus important exportateur européen à destination des pays situés en dehors de la zone.

Les liquidités devraient continuer à affluer en abondance sur les marchés allemands cette année. Dans ce contexte, la prime à l'acquisition de portefeuilles de grande taille, déjà entrevue en deuxième partie d'année 2014, s'intensifiera, à condition qu'ils regroupent des actifs plutôt qualitatifs. La pression sur les taux de rendement persistera, tandis que sur les marchés locatifs, les loyers pour des biens de qualité, correctement localisés, devraient poursuivre leur progression.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE RÉSIDENTIELLE EN FRANCE

Le marché français de l'immobilier de logement : stabilisation des prix attendue pour 2015

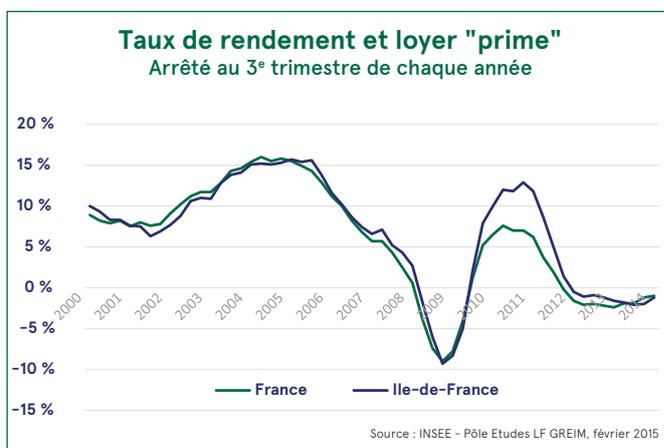
Au 3^e trimestre 2014 (derniers chiffres publiés par l'INSEE), les prix des logements anciens ont reculé de 1 % sur un an en France, et de 1,2 % en Ile-de-France, un repli moins marqué que lors du trimestre précédent. Pourtant, le volume des transactions n'est pas reparti à la hausse. Au contraire, le nombre de ventes a même légèrement reculé, passant de 735 000 à fin juin 2014 à 725 000 à fin septembre (sur douze mois glissants). Ce volume reste néanmoins nettement supérieur à celui de 688 000 unités, retenu à fin septembre 2013. Les prix ont accusé une baisse dans tous les départements d'Ile-de-France au 3^e trimestre, en particulier dans l'Essonne, les Yvelines et en Seine-et-Marne. Même à Paris, les prix reculent plus nettement, de près de 2 %, que la moyenne calculée pour la région. Les maisons voient leur prix mieux résister que les appartements, phénomène observé également sur le reste du territoire. En Province, la baisse est ainsi moins franche qu'en Ile-de-France, de 0,8 % entre le 3^e trimestre 2013 et le 3^e trimestre 2014. Malgré un environnement économique en amélioration graduelle mais toujours chahuté, le marché de l'ancien demeure globalement robuste, porté par des fondamentaux structurellement solides et des taux d'emprunt actuellement très attractifs.

Sur le marché des logements neufs, le rapport entre l'offre et la demande se rééquilibre progressivement, sur la base de volumes plus faibles, et permet aux prix affichés de rester relativement stables, en particulier dans les zones les plus denses. Pourtant, le délai d'écoulement des stocks progresse encore et dépasse désormais les cinq trimestres en moyenne, contre 4,6 trimestres un an plus tôt. Au 3^e trimestre, les ventes reculent ainsi de 13 % par rapport au trimestre précédent. Sur le front de l'offre, la construction de logements neufs ralentit encore, selon le Ministère de l'écologie, du développement durable et de l'énergie. Le nombre de mises en vente est en fort repli, de plus de 25 % par rapport au 2^e trimestre, et passe en dessous de la barre des 20 000 unités, pour la première fois depuis six ans : face à une demande atone, les promoteurs ajustent sensiblement leur offre. Les logements livrés dans les prochaines années devraient, eux aussi, demeurer peu nombreux, le nombre de permis de construire octroyés reculant encore de près de 3 % au 3^e trimestre, ce qui laisse préjuger d'un nombre de constructions réellement

commencées encore plus faible. A l'instar du marché des logements anciens, le marché du neuf pâtit d'un contexte macro-économique toujours anxiogène mais également d'un manque de lisibilité persistant sur les différentes mesures fiscales visant à encourager l'investissement locatif.

La progression des loyers s'est accélérée durant l'été, l'approche de la rentrée scolaire marquant traditionnellement un redémarrage du marché. Les loyers augmentent ainsi sensiblement, de 1,5 % à fin octobre sur les huit premiers mois de l'année selon CLAMEUR, soit à un niveau sensiblement supérieur à celui de l'inflation, situé à 0,7 %. Les loyers devraient légèrement dépasser les 1 % sur l'ensemble de l'année.

Malgré des indicateurs économiques, globalement en amélioration, mais toujours mal orientés, la demande élevée de biens situés dans des zones en situation de sous-offre structurelle devrait permettre aux prix de l'ancien de bien résister en moyenne. Sur le marché des logements neufs, la loi Pinel, entrée en vigueur au 1^{er} septembre dernier, et s'adressant notamment aux investisseurs qui veulent réduire leurs impôts en investissant dans l'immobilier neuf, devrait produire ses effets, au mieux, en toute fin d'année 2015, par l'accélération des mises en chantier pour répondre à une demande accrue. Les prix pourraient ainsi progressivement se stabiliser sur ce segment.



Le marché allemand des bureaux est-il en haut de cycle ?

Des fondamentaux toujours solides...

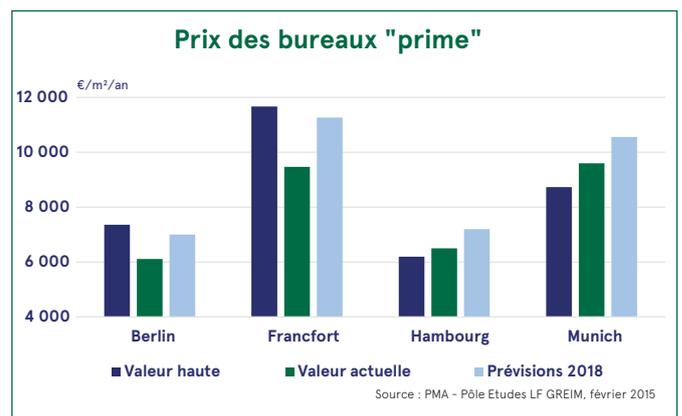
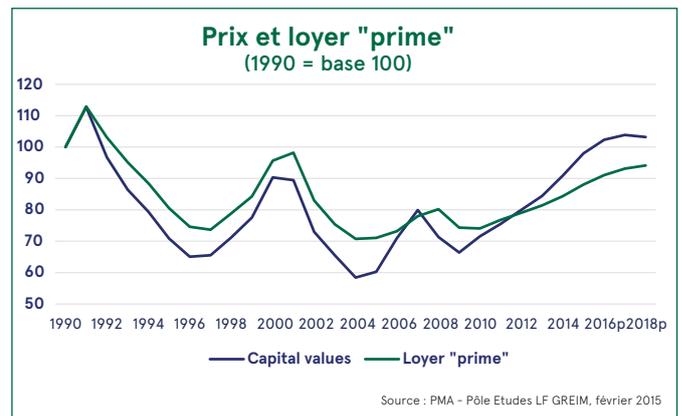
La robustesse de l'économie allemande, moteur de la zone euro depuis plusieurs années, n'est plus à démontrer. Ainsi, la croissance du PIB s'établira donc à 1,7 % en moyenne entre 2015 et 2018, l'emploi tertiaire progressant de manière parallèle, mais à un rythme plus modeste. Dans cet environnement macro-économique favorable, le marché allemand des bureaux pourra faire valoir ces caractéristiques spécifiques et conforter sa réputation de marché refuge de la zone euro. Ce marché, le plus important d'Europe, se compose dans les faits de plusieurs villes régionales, qui proposent des parcs de bureaux relativement proches en taille, chacun d'entre eux ayant basé son développement sur des secteurs d'activité différents. L'activité est ainsi répartie sur l'ensemble du territoire, permettant une liquidité plus importante et mieux distribuée et offrant une moindre volatilité des valeurs vénales.

...qui permettront aux valeurs vénales de poursuivre leur progression...

Outre ces fondamentaux qui devraient soutenir le marché de l'immobilier de bureaux, les volumes de livraisons demeureront, dans le même temps, contenus, inférieurs de 25 % à leur moyenne des 25 dernières années. Les prix devraient ainsi retrouver en 2016 leur niveau moyen de 1990, en euros courants. De même, depuis 2012, la progression des prix a été plus rapide que celle des loyers, ce qui signifie que l'appréciation des valeurs vénales a été principalement le résultat de la baisse des taux de rendement, à l'inverse de ce qui avait été observé depuis 1990. Nous anticipons une nouvelle légère contraction des taux de rendement en 2015, avant leur stabilisation graduelle l'année prochaine, en anticipation de la remontée des taux, notamment des taux sans risque, attendue pour 2017. La contribution des loyers à la progression des prix augmentera progressivement au cours de la période étudiée, les loyers augmentant de 3 % en moyenne annuelle sur la période.

...à des rythmes toutefois différents.

Les quatre marchés se comporteront de manière différenciée dans les années à venir. Hambourg et Munich, en avance de cycle puisque les prix y ont dépassé le point haut historique, verront leurs valeurs vénales progresser plus faiblement. A Berlin et à Francfort, où les taux de vacance ont été plus élevés, le rattrapage des prix devrait être plus sensible. En 2018, les valeurs vénales seront partout supérieures à celles actuellement observées. Elles entameront néanmoins leur fléchissement, pâtissant de la hausse des taux de rendement. Les actifs de bonne qualité loués sur la base de baux longs à Francfort et à Berlin devraient offrir les meilleures performances.



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

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