

IMMOBILIER & PERSPECTIVES

LETTRE TRIMESTRIELLE DE LA FRANÇAISE

N° 20 - Juin 2015

Achevée de rédiger le 11/06/2015

REGARD SUR LES MARCHÉS

Le ralentissement économique mondial, déjà constaté au 2^e semestre 2014, s'est légèrement accentué depuis le début de l'année 2015. En effet, l'activité économique a marqué le pas aux Etats-Unis, la croissance n'atteignant plus que 0,2 % au 1^{er} trimestre. En outre, le rebond attendu au 2^e trimestre sera vraisemblablement moins fort qu'anticipé, freiné par un dollar fort par rapport à l'euro. La zone euro, quant à elle, se porte plutôt mieux depuis quelques mois. La hausse de la production industrielle accélère progressivement, tandis que les enquêtes de conjoncture, qui résument l'opinion des chefs d'entreprise sur la tendance de l'activité, s'améliorent en avril. Les ventes au détail ainsi que l'indice de confiance des ménages sur leur situation financière confirment leur progression. La désinflation rapide, qui a donné un coup de fouet au pouvoir d'achat et à la consommation est désormais achevée, mettant ainsi fin à la menace de véritable déflation. En effet, le taux d'inflation en glissement sur un an a cessé de reculer et devrait retrouver un rythme légèrement positif au cours des prochains mois. Les prix des matières premières ne baissent plus et l'effet direct du Quantitative Easing monétaire sur les marchés financiers semble avoir atteint un palier. Le dollar a cessé de s'apprécier, les taux d'intérêt sont à peu près stabilisés et les marchés boursiers font une pause. Le rebond de l'activité européenne n'est pas terminé mais les marchés redeviennent un peu plus réalistes sur les risques qui subsistent : en Europe, l'incapacité de la Grèce à financer sa dette publique et sur le continent asiatique, la problématique chinoise.

Sur les marchés immobiliers européens, le début de l'année 2015 a confirmé les tendances observées en 2014. Les investissements sont restés très dynamiques tandis que le marché locatif a concrétisé, à nouveau, les évolutions divergentes de l'environnement macro-économique observé au Royaume-Uni, en Allemagne et en France. Les perspectives montrant des signes d'amélioration de plus en plus tangibles dans l'ensemble des pays, la demande émanant des utilisateurs devrait se raffermir de manière généralisée au cours des prochains trimestres. La reprise des loyers dans les pays en redémarrage, la France notamment, ne devrait cependant pas être véritablement sensible avant la fin de l'année 2015 et se cantonner aux meilleurs biens. Elle se poursuivra, en revanche, au Royaume-Uni et sur les marchés allemands. L'afflux de liquidités sur les marchés de l'immobilier demeurera conséquent, les rendements délivrés y restant nettement supérieurs à ceux offerts par les autres classes d'actifs, pour une volatilité moindre. Les volumes d'investissement devraient par conséquent se renforcer par rapport à 2014, d'autant que les conditions de financement devraient rester accommodantes. Cela entraînera une poursuite de la compression des taux de rendement, à la fois pour les actifs "prime" et ceux plus secondaires.

On en coasse



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE D'ENTREPRISE EN FRANCE

Le marché français de l'immobilier d'entreprise : début d'année mitigé

Après une nouvelle année 2014 de très faible activité ponctuée par un 4^e trimestre atone, le rebond de l'économie française a surpris par sa vigueur au 1^{er} trimestre, puisque le PIB a progressé de 0,6 %, soit deux fois plus vite que celui de l'Allemagne et du Royaume-Uni. Outre les nombreux facteurs de soutien exogènes, l'activité a bénéficié d'une sensible accélération de la consommation des ménages, malgré une période de soldes troublée, marquée par les attentats du début d'année.

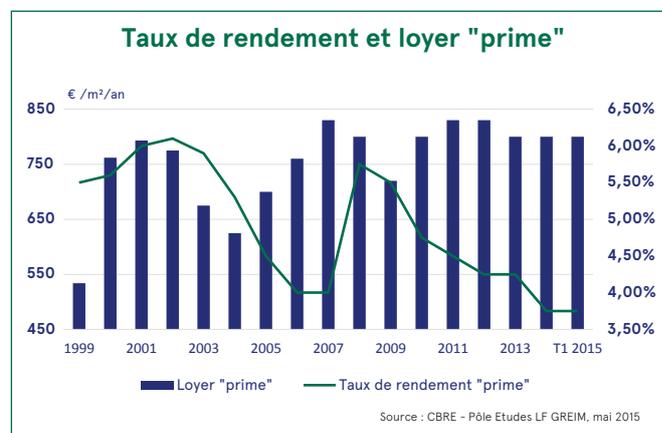
4,7 Mrds€ ont été investis en France au 1^{er} trimestre 2015, un volume en hausse sensible de 10 % par rapport au 1^{er} trimestre 2014. L'Ile-de-France a nettement dominé les flux, attirant 81 % des engagements. Les grandes transactions, pour la plupart initiées en 2014, de commerces notamment, ont animé le marché, 62 % des montants ayant concerné des opérations dépassant 100 M€. Les produits les plus banalisés, c'est-à-dire les plus liquides, ont encore accru leur part de marché, les bureaux et les commerces attirant désormais 93 % des investissements. Les taux de rendement "prime" subissent toujours une nette pression à la baisse. De même, les actifs moins sécurisés suscitent de plus en plus l'intérêt des investisseurs et voient leur taux de rendement également se contracter. Pour autant, la qualité de la localisation demeure le premier critère de sélection : plus des trois quarts des transactions enregistrées en Ile-de-France sont réalisées dans Paris intra-muros et dans le Croissant Ouest, les zones tertiaires les plus prisées. La prime de risque s'est encore appréciée, la baisse du taux sans risque s'opérant plus rapidement que celle du taux de rendement "prime" pour les bureaux.

Le marché de la location de bureaux a connu une faible activité en Ile-de-France au cours du 1^{er} trimestre. Avec 373 000 m² commercialisés, la demande placée a enregistré son niveau le plus bas depuis dix ans et accuse un repli de 27 % par rapport au 1^{er} trimestre 2014. Seuls les quartiers tertiaires les plus recherchés tirent leur épingle du jeu. L'offre s'est stabilisée durant la période, le taux de vacance s'établissant à 7,6 %. Sa qualité s'est même légèrement améliorée, puisque l'offre neuve atteint désormais 22 % de la totalité des surfaces disponibles. Les livraisons futures progressent, quant à elles, légèrement. Les loyers ont poursuivi leur repli, à la fois sur le segment des produits "prime" et sur celui des biens plus secondaires, même si ces derniers souffrent

de manière plus marquée. Dans le même temps, les mesures d'accompagnement augmentent encore, après la pause observée en toute fin d'année dernière. Elles amputent désormais de 22 % les revenus locatifs et ont particulièrement progressé dans Paris.

Les prévisions sont néanmoins plus optimistes pour 2015. Ainsi, la croissance devrait atteindre 1,2 %, soutenue par la consommation des ménages, comme le confirme les enquêtes de confiance, toutes positives depuis novembre dernier. Le pouvoir d'achat se restaure, bénéficiant du niveau toujours faible de l'inflation. L'investissement des entreprises devrait s'intensifier, résultat de la reprise progressive de l'activité. Parallèlement, les effets positifs du CICE devraient être plus marqués et la mise en œuvre des pactes de responsabilité et de solidarité permettra des allègements de charges et d'impôts. Pour autant, la faible compétitivité des entreprises et le taux élevé du chômage demeureront encore cette année les principaux freins à un franc redémarrage de l'économie.

Au cours des neuf prochains mois, les transactions locatives devraient rebondir et l'offre refluer légèrement. Les loyers, quant à eux, continueront à se replier, tandis que les mesures d'accompagnement devraient se stabiliser progressivement. Sur l'ensemble de l'année 2015, les investissements devraient atteindre un volume comparable à celui enregistré l'an dernier. La contraction des taux de rendement devrait donc se poursuivre sur le segment "prime" et s'intensifier pour les produits plus secondaires. La bonne appréciation de la valeur locative de marché demeurera la variable essentielle de fixation du prix d'acquisition.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN ANGLETERRE

Le marché britannique de l'immobilier d'entreprise : toujours plus haut !

Au Royaume-Uni, le Produit Intérieur Brut (PIB) a progressé de 0,3 % au 1^{er} trimestre, un ralentissement sensible, vraisemblablement freiné par l'issue longtemps indécise de l'élection parlementaire de début mai et la monnaie forte par rapport à l'euro. Néanmoins, le taux de chômage reflue toujours et atteint son plus bas niveau depuis l'avant crise, à 5,6 %, équivalent à celui du 2^e trimestre 2008. La progression du taux d'emploi est actuellement très rapide à Londres, mais également dans tout le royaume, et s'opère à un rythme précédemment observé en 1988.

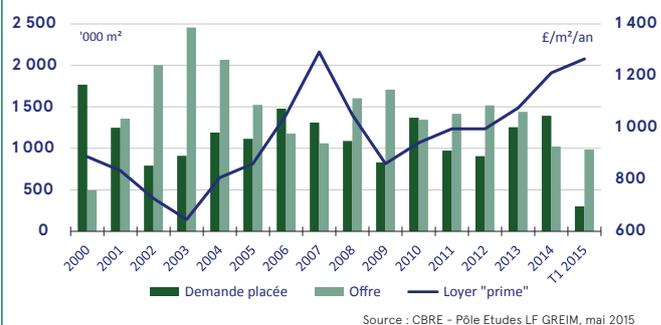
La demande des utilisateurs demeure ainsi très soutenue. Près de 300 000 m² ont été pris à bail au 1^{er} trimestre 2015, le plus important résultat trimestriel depuis 2000, grâce à de grandes transactions, dans les zones de marché de la City et du Midtown en particulier. Dans le même temps, l'offre recule encore, le taux de vacance atteignant désormais 3,3 %, son niveau le plus bas depuis le 2^e trimestre 2008, et même depuis 2001 à Midtown et dans la City. Le loyer "prime", enregistré dans le West End, a ainsi poursuivi sa hausse, de 4 % au cours des trois derniers mois. Depuis le point bas des trois derniers trimestres de l'année 2009, la progression du loyer "prime" y a atteint 47 %. Au 1^{er} trimestre 2015, les loyers augmentent dans toutes les zones de la capitale, d'au moins 4 % en rythme trimestriel et de plus de 11 % en rythme annuel, mais ils restent globalement stables dans les Docklands où le niveau d'offres disponibles demeure élevé.

Le volume d'investissement a fortement augmenté, de 38 % par rapport au 1^{er} trimestre 2014, pour atteindre 16 Mrds£, soit plus de 23 Mrds€. La forte activité des investisseurs étrangers ne se dément pas dans la capitale. Elle est dynamisée par une offre accrue de produits mis en vente par les Britanniques, conscients que la hausse des prix pourrait être proche de son terme. Ainsi, les acteurs domestiques vendent leurs actifs dans Central London pour réinvestir dans les villes régionales du Royaume-Uni, où le potentiel de croissance des loyers demeure plus significatif. De même, plusieurs portefeuilles sont actuellement en vente, produits fortement recherchés par des investisseurs désireux de déployer rapidement de gros montants. Ils permettent également d'accommoder des actifs moins qualitatifs avec d'autres de bonne facture, à l'instar des tendances observées en 2007.

A Londres, en revanche, l'augmentation des loyers devrait être désormais plus limitée, contrainte par une croissance économique moins flamboyante, d'autant

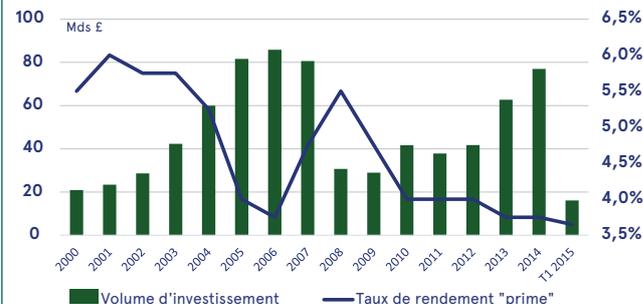
que d'importantes livraisons de bureaux sont attendues en 2015 et surtout en 2016. Ainsi, la Bank of England a récemment revu à la baisse ses prévisions de croissance (2,9 % en 2015 et 2,6 % en 2016 contre 3,1 % et 2,8 % précédemment) en raison d'une activité européenne toujours peu dynamique. En outre, la faiblesse actuelle de l'euro entraîne un déplacement des capitaux étrangers vers le continent. Les investissements en immobilier d'entreprise pourraient ainsi pâtir de la livre forte comparée à l'euro, d'autant que les valeurs vénales n'ont jamais été aussi élevées, certes en monnaie courante, y compris lors de la période faste de 2007-mi 2008. Les volumes devraient néanmoins rester robustes, profitant toujours de l'abondance des liquidités présentes sur le marché. Le taux de rendement "prime" pourrait ainsi poursuivre sa contraction dans les prochains mois, à Londres et dans les marchés régionaux, pour atteindre les niveaux de 2007. La demande utilisateurs devrait rester robuste et les loyers progresser encore, mais légèrement.

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



Source : CBRE - Pôle Etudes LF GREIM, mai 2015

Investissements et taux de rendement "prime"



Source : CBRE - Pôle Etudes LF GREIM, mai 2015

DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN ALLEMAGNE

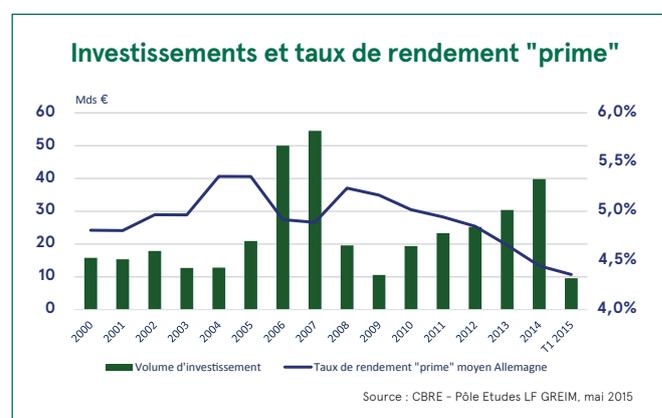
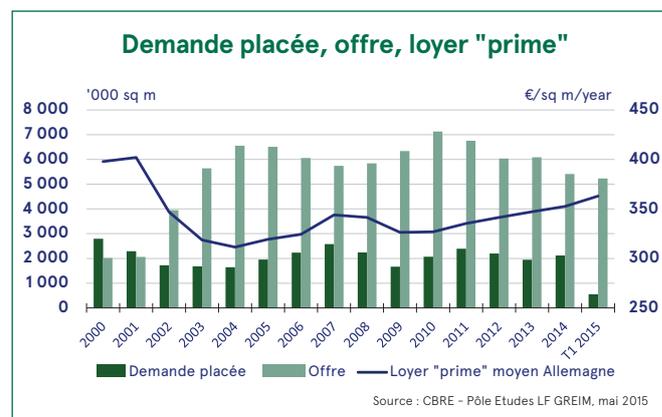
Le marché allemand de l'immobilier d'entreprise : de nouvelles hausses de prix en 2015

L'économie allemande a montré des signes de ralentissement au 1^{er} trimestre, malgré le dynamisme des exportations, portées par la faiblesse de la monnaie unique. Pour autant, le taux de chômage a poursuivi son repli, pour atteindre 6,5 % fin avril. Les commercialisations de bureaux affichent ainsi une progression toujours marquée au 1^{er} trimestre, de 19 %, en particulier à Hambourg et à Munich. Elles sont soutenues par les comptes propres et de nombreuses pré-commercialisations, résultat de la rareté d'offres qualitatives disponibles. L'offre a ainsi reculé sur l'ensemble des marchés, les livraisons ayant globalement accusé une baisse au cours des trois premiers mois de l'année, tandis que peu de nouveaux programmes sont attendus dans les prochains trimestres. De tous les marchés européens étudiés ici, seuls les marchés allemands proposent des taux de vacance actuellement inférieurs à leurs niveaux d'avant crise. La combinaison d'une demande toujours soutenue et d'une offre plus contrainte assure la robustesse des valeurs locatives. Les loyers sont ainsi restés globalement stables par rapport à fin 2014, à l'exception de Munich où le loyer "prime" augmente de 1,5 %.

Après cinq ans de hausse ininterrompue, le volume d'investissement a connu un début d'année légèrement plus mitigé, atteignant 9,6 Mrds€, en repli de 3 % par rapport au 1^{er} trimestre 2014. Les investisseurs se concentrent plus que jamais sur les actifs de très bonne qualité. Ainsi, les sept marchés les plus importants attirent 54 % des engagements, contre une part traditionnellement proche de 40 % et les produits les plus liquides, les bureaux et les commerces, représentent 76 % des montants au 1^{er} trimestre (66 % en 2014). Enfin, les acquisitions de produits Core, considérés comme qualitatifs et peu risqués, se sont réorientées à la hausse, après un recul ininterrompu depuis 2010. La prime de risque de l'investissement immobilier s'est encore appréciée au cours des premiers mois de l'année : malgré des taux "prime" toujours en contraction, le rendement du Bund a faibli plus rapidement.

L'économie allemande devrait à nouveau accélérer courant 2015, soutenue par plusieurs facteurs : la baisse de l'euro continuera à profiter aux exportations, tandis que la facture énergétique s'allègera encore au profit du pouvoir d'achat des ménages et des marges des entreprises. De plus, la demande interne sera soutenue par la dynamique des salaires, la faible inflation et les conditions de crédit très favorables. Toutefois, un scénario probable de prolongement de la crise ukrainienne et de durcissement des sanctions envers la Russie serait toutefois porteur de risques baissiers.

Les transactions locatives devraient demeurer dynamiques cette année encore, même si elles seront contraintes par la raréfaction de surfaces de qualité adaptées aux besoins des entreprises. L'offre neuve poursuivra donc son repli, encore plus rapidement que celui anticipé pour l'offre de 2nde main. De nouvelles progressions des valeurs locatives devraient donc intervenir sur les marchés les plus importants, en particulier à Munich et à Francfort, qui disposent de très peu d'offres qualitatives bien localisées. Les volumes d'investissement échangés devraient rester élevés, notamment par le biais d'acquisitions de portefeuilles, peu nombreuses au 1^{er} trimestre. La prime de risque devrait rester très confortable dans les mois à venir, mais se réduire légèrement, résultat de taux de rendement "prime" en baisse, à Francfort et à Berlin notamment, et de taux longs toujours bas, mais en phase de remontée graduelle, à mesure que les indicateurs macro-économiques de la zone euro s'amélioreront.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE RÉSIDENIELLE EN FRANCE

Le marché français de l'immobilier de logement : vers un redémarrage progressif de l'activité

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 de rester relativement robustes, en particulier dans les zones les plus denses. Premiers signes d'amélioration, les ventes ont progressé à nouveau de 3,4 % au 4^e trimestre 2014 par rapport au 4^e trimestre 2013, mais elles reculent toujours, de près de 4 %, sur l'ensemble de l'année. Les annulations après réservations se maintiennent autour de 10 %, un niveau relativement élevé mais comparable à celui observé en 2013. Dans le même temps, les mises en vente ont baissé de manière nettement plus significative que les ventes, de 13 % sur l'année. Pourtant, le délai d'écoulement des stocks progresse encore légèrement et dépasse désormais les 5 trimestres en moyenne contre 4,6 trimestres un an plus tôt.

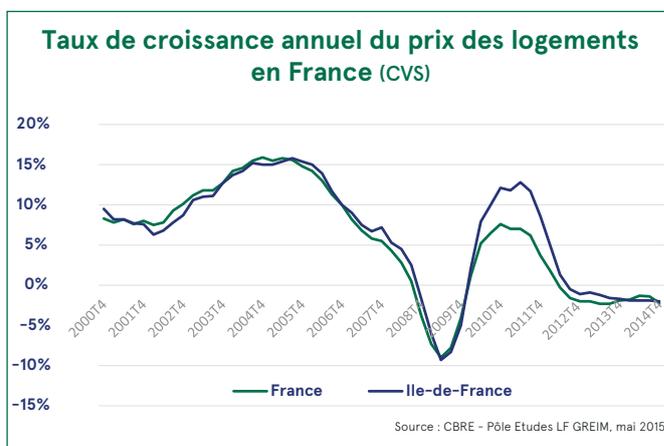
Face à une demande plutôt atone, les promoteurs ajustent sensiblement leur offre future. Les logements livrés dans les prochaines années devraient ainsi demeurer peu nombreux, le nombre de permis de construire octroyés reculant encore de 12 % en 2014, laissant anticiper un nombre d'unités réellement construites encore plus faible. Pour autant, la sensible augmentation des ventes à investisseurs privés, observée en fin d'année dernière, s'est intensifiée au 1^{er} trimestre 2015. Elles rebondissent fortement, de plus de 59 % au cours des trois premiers mois de l'année, comparée à la même période de 2014, confirmant l'adhésion au dispositif Pinel.

Les effets positifs de la loi Pinel que nous avons évoqués en début d'année n'ont donc pas tardé à se manifester : les prix des logements neufs, qui reculaient régulièrement depuis le 3^e trimestre dernier, se sont réorientés à la hausse au 1^{er} trimestre. Ils progressent désormais de 0,7 % par rapport au 1^{er} trimestre 2014. En conséquence, les mises en chantier de programmes déjà autorisés devraient commencer prochainement et le nombre de permis déposés augmenter à nouveau, relançant enfin le secteur de la construction, très fortement pénalisé par la crise économique. Les prix pourraient, quant à eux, poursuivre leur croissance modérée.

Sur le marché des logements anciens, les prix ont reculé de 2,2 % sur un an en France, et de 2 % en Ile-de-France au 4^e trimestre 2014 (derniers chiffres publiés par l'INSEE). La baisse des prix s'est accélérée

en fin d'année 2014 et elle demeure très hétérogène. En effet, les disparités régionales sont vives et pourraient encore s'intensifier. Les tensions entre l'offre et la demande observées dans les grands bassins d'emploi et de population permettent aux valeurs de mieux résister, mais de nombreuses zones moins attractives souffrent, à l'inverse, d'un manque cruel de demande à l'acquisition. Le marché des résidences secondaires en particulier pâtit de six années de crise quasi-ininterrompue. Le volume des ventes a accentué son repli, passant de 715 000 à fin novembre 2014 à 700 000 à fin février, enregistré au cours des douze derniers mois écoulés. Il recule de manière régulière depuis mai 2014. Le marché des résidences secondaires souffre tout particulièrement : les très nombreux biens actuellement à la vente, reflet d'un pouvoir d'achat en très faible progression depuis sept ans, trouvent difficilement preneur. Les acquéreurs potentiels sont en effet hésitants face au durcissement de l'imposition lors de la vente des résidences secondaires.

La restauration progressive de la solvabilité des ménages depuis le début de l'année 2014, résultat d'une amélioration des conditions de l'offre (baisse des prix et des taux d'emprunt) bien plus que de la demande (chômage toujours très élevé, remontée du coût des opérations) devrait permettre au marché de s'animer et au nombre de ventes de progresser sensiblement cette année. Les prix des logements anciens devraient bien résister en moyenne, la forte demande de biens situés dans des zones en situation de sous-offre structurelle compensant celle particulièrement faible des marchés plus secondaires.



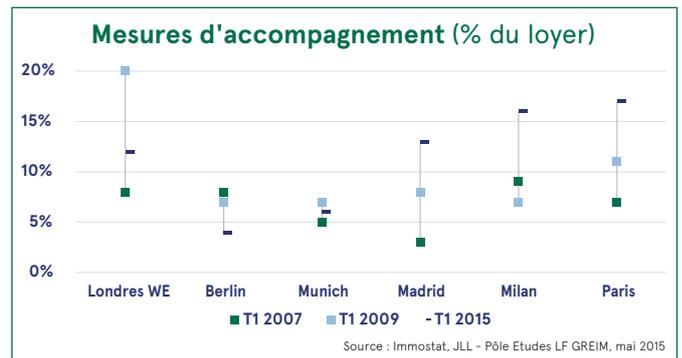
Les mesures d'accompagnement locatives en Europe

Toutes les crises traversées par l'industrie immobilière ont marqué le retour en force des mesures d'accompagnement locatives sur les marchés européens. Ces mesures visent soit à conserver les utilisateurs en place soit à attirer de nouveaux locataires et se déclinent sous différentes formes : remise en état voire aménagement des locaux pour les besoins spécifiques du locataire, aides au déménagement, réduction de loyers. Elles impactent ainsi plus ou moins lourdement le revenu locatif destiné au bailleur. Leur principal objectif est de ne pas réduire le loyer dit facial, porté au bail. Leur pratique n'impacte que peu la valorisation du bien, puisque la fixation du prix s'effectue par la capitalisation des loyers dits économiques, c'est-à-dire les loyers faciaux obérés des efforts consentis par le bailleur, sur un taux de rendement. En revanche, les mesures d'accompagnement permettent le maintien d'une valeur locative faciale plus élevée que celle réellement en pratique. Elles seront plus rapidement absorbées que ne le serait la remise à niveau progressive d'un loyer originellement plus bas, par le biais de la seule indexation.

De manière générale, l'opacité des marchés croît durant les périodes de crise. Cet écart entre le loyer facial et le loyer économique reste néanmoins conséquent dans certains pays, y compris durant les périodes fastes comme en 2007, même à Londres et à Paris, pourtant réputés comme les marchés les plus transparents d'Europe. Actuellement en phase de redémarrage généralisé, les marchés locatifs continuent ainsi à proposer des mesures d'accompagnement, mais selon une amplitude et un décalage dans le temps, qui peuvent diverger d'un marché à l'autre. Ainsi, la plupart des marchés, Londres et Madrid notamment, a vu les efforts concédés par les bailleurs augmenter considérablement face au plongeon de la demande, particulièrement sensible en 2009. A l'inverse, les marchés allemands proposent les mesures d'accompagnement les plus restreintes. Les relations bailleurs-locataires y sont plus réglementées et demeurent figées pendant les crises, assurant un revenu locatif régulier. Les villes de Paris et Milan se comportent, quant à elles, de manière comparable, offrant une très grande stabilité des valeurs locatives faciales, les ajustements s'opérant presque exclusivement par le biais des mesures d'accompagnement. Ces deux marchés proposent

désormais les plus fortes réductions de loyers observées dans les principaux marchés d'Europe de l'Ouest.

Outre des amplitudes différentes, concrétisant, en premier chef, les pratiques spécifiques à chaque marché, les efforts des bailleurs ont observé des évolutions décalées dans le temps.



Ainsi, les mesures d'accompagnement octroyées actuellement sont nettement plus importantes dans les pays du sud qu'elles ne l'étaient en 2009, reflétant le retard de cycle auxquels ils ont été confrontés, résultat de leur moindre réactivité aux tendances exogènes, tout en attestant d'environnements macro-économiques toujours chahutés. Dans les pays du nord, en revanche, elles ont fortement déceléré, pour atteindre même un niveau inférieur à celui de 2007 à Berlin, confirmant le dynamisme de la reprise économique et la forte hausse des taux d'emploi.

Le redémarrage des valeurs locatives, qui marque une sortie de crise définitive, s'opère traditionnellement de deux manières distinctes : soit par le biais d'une réduction sensible des mesures d'accompagnement puis d'une hausse des loyers, soit par le biais d'une progression des valeurs locatives, alors que les mesures d'accompagnement ne fléchissent que faiblement. Or, ces deux processus tiennent bien moins à l'amélioration des fondamentaux immobiliers, c'est-à-dire à un meilleur équilibre entre l'offre et la demande, que des pratiques en vigueur sur les différents marchés. Les pays du sud devront vraisemblablement passer par une forte réduction de ces efforts consentis aux locataires pour envisager un assainissement durable de leurs marchés.

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.

