

IMMOBILIER & PERSPECTIVES

LETTRE TRIMESTRIELLE DE LA FRANÇAISE

N° 21 - Septembre 2015

Achevée de rédiger le 07 | 09 | 2015

REGARD SUR LES MARCHÉS

Les marchés financiers ont été fortement chahutés ces derniers mois, résultat d'une crise grecque à son paroxysme et qui met de plus en plus en exergue les visions européennes divergentes des différents pays membres, et du ralentissement économique chinois. Ces deux événements ont provoqué deux crises boursières intenses coup sur coup et des variations de taux brutales. Dans la zone euro, la croissance économique a légèrement fléchi au 2^e trimestre, atteignant 0,3 %, après la progression de 0,4 %, enregistrée au 4^e trimestre 2014 et au 1^{er} trimestre 2015. Ce ralentissement repose principalement sur les mauvais résultats de l'économie française, qui stagne à nouveau, et au rebond plus faible qu'attendu de l'économie allemande. En effet l'Allemagne, voit son activité freinée par un commerce mondial actuellement moins dynamique, malgré un euro relativement bon marché sur le marché des changes. Le rythme de la croissance devrait néanmoins accélérer à nouveau au 3^e trimestre.

Le marché de l'investissement est resté très actif en Europe, avec 65 Mrds€ engagés en immobilier d'entreprise au 2^e trimestre 2015, en augmentation sensible de 32 % par rapport à 2014. Les différents marchés sont toutefois confrontés à des situations parfois divergentes. Londres est toujours, et de loin, le marché européen le plus liquide, attirant 20 % des investissements enregistrés au 1^{er} semestre 2015, devant Paris (6 %) et Munich

(3 %). Ainsi, les volumes ont atteint près de 46 Mrds€ au Royaume-Uni, en hausse très nette de 52 % par rapport au 1^{er} semestre 2014, et près de 24 Mrds€ en Allemagne depuis le début de l'année, en progression de 42 %. Dans ces deux pays, l'appréciation des valeurs vénales « prime » se poursuit, par la combinaison de loyers globalement toujours orientés à la hausse et de taux de rendement en compression régulière. En outre, les perspectives de croissance économique y demeurent encourageantes et plaident pour une poursuite de l'augmentation des loyers pour les meilleurs produits, d'autant que l'offre de qualité, bien localisée, demeure rare. Le marché français a, en revanche, connu une situation bien différente puisque les investissements et les transactions locatives ont enregistré un repli significatif de leurs volumes au cours du 2^e trimestre. Cette similitude des évolutions reflète toutefois des réalités et, plus encore, des dynamiques contrastées : alors que le marché locatif subit une évolution de l'activité en dent de scie, et globalement faiblement positive, les engagements sont plutôt freinés par un nombre limité de produits qualitatifs mis en vente. Ce phénomène est d'ailleurs visible dans tous les pays, car les vendeurs sont conscients de la difficulté qu'ils auront à réemployer les capitaux issus des cessions à des niveaux de performance équivalents. Dans ce contexte, la compression des taux de rendement devrait se poursuivre jusqu'à la fin de l'année.

On en coasse



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE D'ENTREPRISE EN FRANCE

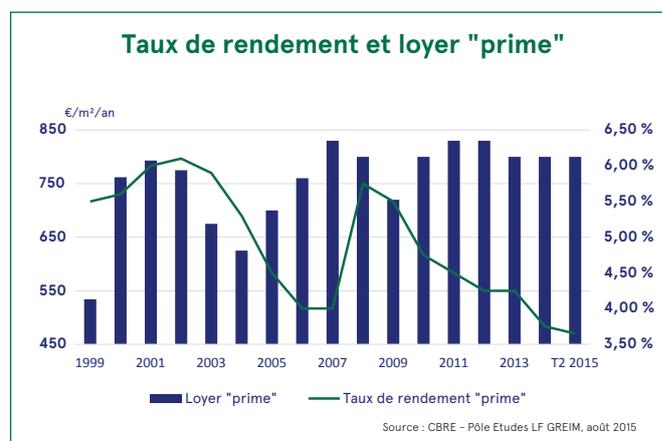
Le marché français de l'immobilier d'entreprise : un marché toujours hésitant

Après un début d'année en fanfare, avec une progression du Produit Intérieur Brut (PIB) revue à la hausse à 0,7 % au 1^{er} trimestre, la croissance de l'économie française a nettement marqué le pas au 2^e trimestre. L'activité a stagné au printemps. Les dépenses de consommation, traditionnel moteur de l'activité, n'ont que très faiblement augmenté, de 0,1 %, entre avril et juin, tandis que les investissements des ménages, des entreprises et des administrations publiques se sont révélés moins importants que prévu. Pourtant, une hausse de 0,2 % à 0,3 % avait été anticipée pour la période, stimulée par des facteurs de soutien exogènes toujours favorables, mais dont semblent bénéficier plus nettement les autres pays européens. Malgré les nombreuses mesures de relance, les lourdeurs de l'économie française contraignent donc toujours fortement l'activité, et, inhibent, par ricochet, la confiance des investisseurs.

Cette reprise économique lente et fragile a pesé à la fois sur la demande des investisseurs et des utilisateurs, comme en témoigne la baisse sensible des investissements et des commercialisations de bureaux en Ile-de-France au cours des six premiers mois de l'année. Ainsi, les engagements en immobilier d'entreprise ont atteint 7 Mrds€ au 1^{er} semestre, en fort recul de 40 % par rapport à la même période de 2014. Plusieurs très importantes transactions avaient été contractées en juin 2014, rendant la comparaison très défavorable au volume enregistré cette année, puisqu'elles sont toujours en phase de finalisation. Les liquidités à placer sur le marché demeurent néanmoins très abondantes et se concentrent en particulier sur les bureaux. Les importants volumes engagés sur les commerces l'an passé et au cours du 1^{er} trimestre 2015 ont marqué le pas lors du 2^e trimestre : ils atteignent désormais 20 % des volumes d'investissement de 2015, en baisse de près des deux tiers par rapport au 1^{er} semestre 2014. Dans ce contexte, le taux de rendement « prime » s'est encore contracté à fin juin 2015, malgré la remontée récente des taux longs. Afin d'obtenir de meilleurs rendements, les investisseurs se positionnent d'ores et déjà sur des actifs plus secondaires, donc plus risqués. Toutefois, la prime à la qualité demeure : les taux de rendement pour les actifs de bureaux plus anciens et mal localisés restent élevés et continuent de refléter le risque de vacance.

Sur le marché locatif des bureaux en Ile-de-France, seuls 915 000 m² ont été pris à bail durant la période, en diminution de 22 % par rapport au 1^{er} semestre 2014. La rareté des grandes transactions (supérieures à 5 000 m²), dont le volume a lourdement chuté de 52 % depuis le début de l'année, a été la principale raison de la contraction de la demande placée, puisque les transactions de locations inférieures à 5 000 m² ont augmenté de 3 % sur la période. L'offre disponible est repassée au-dessus de la barre des 4 millions de m², une première depuis fin 2013. Les loyers – à la fois « prime » et moyens – ont encore souffert de cette timide activité, le loyer « prime » reculant légèrement, de 1 % au 2^e trimestre.

La croissance de l'économie française devrait rester poussive au 2^e semestre. Pour autant, l'activité devrait s'accroître sur le marché locatif : de nouvelles offres de qualité viendront alimenter le marché, contribuant à sa meilleure fluidité. Le loyer « prime » pourrait ainsi se stabiliser au cours des prochains mois, tandis que le loyer moyen devrait poursuivre son ajustement. Les mesures d'accompagnement resteront élevées. Les investissements devraient retrouver leur volume des trimestres passés. Pour autant, le taux de rendement « prime » pour les bureaux devrait peu baisser d'ici à la fin de l'année, atterrissant à 3,50 %, contre 3,65 % actuellement. Il se contractera plus fortement sur les produits secondaires, alors que les valeurs locatives ne devraient pas repartir à la hausse avant la fin de l'année prochaine sur ce segment.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN ANGLETERRE

Le marché britannique de l'immobilier d'entreprise : une activité toujours dynamique sur les marchés

Les élections législatives organisées début mai, dont l'issue a été longtemps indécise, ont confirmé l'équipe en place, encourageant ainsi Cameron et son gouvernement à poursuivre leur politique. Celle-ci a, à nouveau, porté ses fruits au 2^e trimestre, la bonne santé du secteur des services en particulier générant une franche accélération de l'activité, après un 1^{er} trimestre au ralenti. Le PIB a crû de 0,7 % au 2^e trimestre. Sur un an, la progression du PIB britannique est de 2,6 % et le PIB par habitant a d'ores et déjà renoué avec son niveau d'avant-crise.

Avec près de 660 000 m² commercialisés, le marché locatif est resté dynamique au 1^{er} semestre 2015, malgré un début d'année timide, le volume de transactions locatives progressant encore de 5 % par rapport au 1^{er} semestre 2014. Les banques et institutions financières ont été particulièrement actives au cours des derniers mois. Plus que la localisation, c'est la disponibilité d'offres neuves qui motive les utilisateurs potentiels, tant elles sont rares. L'absorption des surfaces de bureaux les plus qualitatives s'est ainsi à nouveau accélérée au cours du 2^e trimestre sur l'ensemble des zones de Londres. Le taux de vacance atteint désormais 2,8 %, son point bas depuis le 4^e trimestre 2007. Les loyers sont restés stables pour les immeubles « prime » du West End, mais ont encore progressé dans le Midtown et la City.

Le marché de l'investissement a poursuivi sa forte activité au 2^e trimestre. Les grandes transactions, contractées plus particulièrement par les investisseurs étrangers, ont, une nouvelle fois, dynamisé les volumes, représentant plus de 60 % des montants investis. La demande d'actifs de qualité dépasse toujours largement l'offre de produits mis en vente. En conséquence, le taux de rendement « prime » s'est une nouvelle fois contracté à 3,50 %, son point bas historique, déjà observé au 2^e trimestre 2007. Dans les autres zones de marché, la compression des taux de rendement a été encore plus nette.

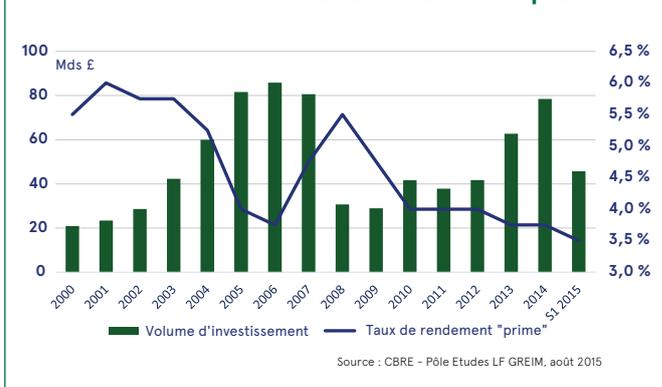
La Banque d'Angleterre a récemment relevé ses prévisions de croissance pour 2015 de 2,5 % à 2,8 %. Cette dynamique sera toujours portée par l'activité soutenue des services, financiers notamment. L'année 2016 devrait être également politiquement active, puisque les Britanniques pourront décider de leur volonté d'appartenance à l'Europe. La progression de 2 % de l'emploi tertiaire dans le centre de Londres, anticipée par Oxford Economics, devrait sensiblement soutenir la demande placée. Celle-ci pourrait néanmoins être freinée par la rareté des

surfaces neuves actuellement disponibles, en particulier dans le West End. La stabilisation du loyer « prime » devrait, par conséquent, se confirmer, mais les loyers devraient poursuivre leur progression dans les autres sous marchés du centre de Londres, notamment dans le Midtown et, dans une moindre mesure, dans la City. Les quartiers proches des futures stations du Cross Rail bénéficieront tout particulièrement d'une demande accrue des utilisateurs, entraînant des hausses de loyers plus significatives encore. Les engagements devraient demeurer soutenus, toujours dynamisés par les fortes liquidités prêtes à s'engager sur le marché, émanant en particulier d'investisseurs étrangers. En outre, les mises en vente seront plus nombreuses, les vendeurs souhaitant bénéficier de valeurs vénales très élevées. De nouvelles compressions de taux de rendement pourraient ainsi intervenir dans les zones non « prime », c'est-à-dire celles où la croissance potentielle des loyers confortera la décision d'investissement.

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



Investissements et taux de rendement "prime"



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN ALLEMAGNE

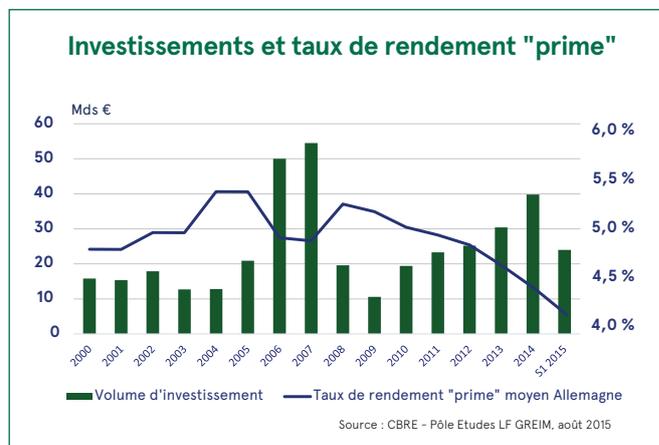
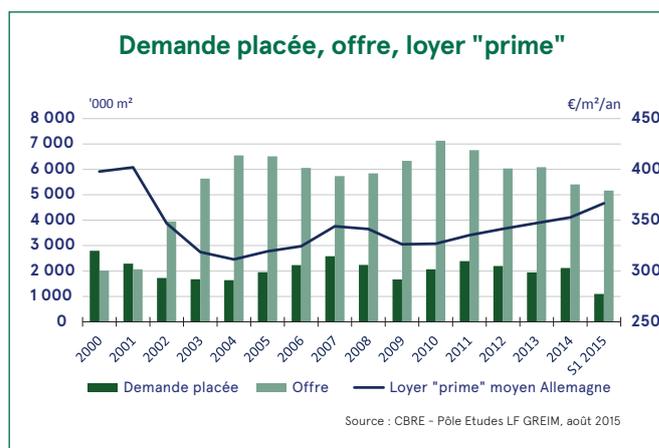
Le marché allemand de l'immobilier d'entreprise : des fondamentaux toujours plus sains

L'économie allemande a enregistré, au 2^e trimestre, une reprise moins dynamique que prévu, après un début d'année au ralenti. Elle croît ainsi de 0,4 % au cours des trois derniers mois, contre 0,3 % au 1^{er} trimestre, alors qu'une augmentation de 0,5 % était attendue. La crise grecque a nettement entamé le moral des consommateurs et des entrepreneurs allemands, pesant sur les investissements. Les exportations ont quasiment exclusivement porté l'activité, dopées par un euro faible. Les prévisions de croissance du PIB ont été nettement révisées à la hausse pour l'année 2015, de 1,3 % en décembre 2014 à 1,8 % actuellement.

Les transactions locatives ont été dynamiques au 1^{er} semestre 2015. Elles enregistrent une hausse de 15 % par rapport au 1^{er} semestre 2014. Les entreprises, qui avaient retardé en 2014 leurs décisions de déménager, inquiétées par la crise ukrainienne, ont repris leur développement cette année. Les utilisateurs ont été très actifs à Hambourg notamment, qui voit sa demande placée progresser très fortement de près de 70 %. Deux grandes transactions d'administrations locales, supérieures à 20 000 m², une taille rarement observée à Hambourg, ont animé l'activité. A Berlin, les pré-commercialisations ont représenté 15 % des prises à bail, car la rareté d'offres qualitatives persiste. L'offre et les livraisons futures reculent à nouveau ce trimestre. Ainsi, le taux de vacance moyen des quatre principaux marchés, qui était resté systématiquement supérieur ou égal à 10 % depuis 2002, reflue rapidement, générant une hausse régulière des valeurs locatives. Celle-ci a été particulièrement soutenue à Francfort et à Berlin, les loyers s'appréciant respectivement de 2,6 % et 2,2 % au cours du 2^e trimestre. Les marchés demeurent très réactifs à la disponibilité d'offres. La progression des loyers pourrait ainsi s'intensifier au cours des prochains trimestres, car la courbe du taux de vacance est passée en dessous de celle des loyers en valeur absolue, une première depuis 2002.

Avec 24 Mrds€ engagés au 1^{er} semestre 2015, les investissements s'approchent des records de 2007 et augmentent de 42 % par rapport au 1^{er} semestre 2014, portés par la vente de gros portefeuilles. La prime à la qualité et à la taille persiste. Les prix sont surcotés pour les portefeuilles de qualité, alors qu'ils restent plutôt sous-cotés pour ceux plus secondaires. De plus, 54 % des investissements concernent les sept principaux marchés, contre 41 % en moyenne, tandis que les tout meilleurs actifs attirent à nouveau de plus en plus de capitaux. Les taux de rendement sont, par conséquent, toujours orientés à la baisse sur l'ensemble des marchés.

L'accumulation des facteurs de soutien des valeurs vénales s'est encore confirmée ce trimestre et devrait perdurer. En effet, la demande émanant des utilisateurs restera forte, portée par des perspectives économiques favorables et un marché de l'emploi en très bonne santé. Sur le front de l'offre, les indicateurs immobiliers attestent d'une situation plus tendue, avec un taux de vacance en rapide décroissance, des livraisons futures peu abondantes et des pré-commercialisations nombreuses. La combinaison de ces deux phénomènes devrait assurer de nouvelles augmentations des valeurs locatives. Dans ce contexte particulièrement porteur, les capitaux désireux de s'investir en Allemagne demeureront conséquents. Les taux de rendement « prime » pourraient ainsi se stabiliser à un point bas, voire se contracter encore légèrement - plus fortement pour les produits secondaires - et entraîner une nouvelle appréciation des valeurs vénales d'ici à la fin de l'année.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE RÉSIDENIELLE EN FRANCE

Le marché français de l'immobilier de logement : la reprise de l'activité se confirme

Sur le marché des logements neufs, l'activité s'est avérée plus dynamique au 1^{er} trimestre. Elle a été marquée par un redémarrage sensible des réservations, en hausse de 14 % par rapport au 1^{er} trimestre 2014. Cette progression reflète l'augmentation sensible des ventes à investisseurs, puisque les acquisitions en accession restent ternes, malgré des conditions de financement toujours très favorables. Les disparités géographiques demeurent néanmoins, certaines régions peinant à retrouver la dynamique d'avant-crise. L'offre, quant à elle, se redresse sensiblement ce trimestre. La construction de logements neufs progresse ainsi nettement, de près de 17 % à fin mai 2015 par rapport aux volumes recensés fin 2014, améliorant ainsi la fluidité du marché. Cette offre est en effet rapidement absorbée puisque les stocks d'inventaires reculent et les délais d'écoulement se stabilisent progressivement.

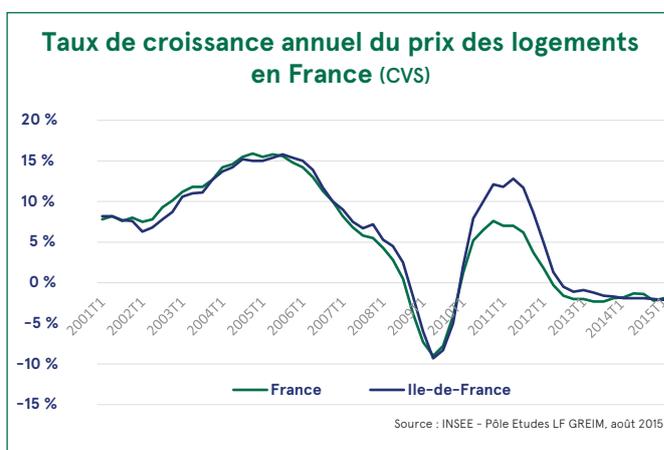
Les prix des logements neufs sont restés stables, les promoteurs ajustant leur offre, en réponse à une demande plus soutenue. Cette stabilité des prix, observée depuis mi-2012, traduit à la fois la rareté de l'offre disponible confrontée à une demande toujours contenue, y compris dans les meilleures zones, et l'incompressibilité des coûts de production. L'équilibre entre l'offre et la demande se maintient donc, assurant la robustesse des prix, mais sur la base de volumes cette fois orientés à la hausse. Le dispositif Pinel a permis à la production de logements neufs de se relancer, la demande stimulant l'offre. Cette demande devrait même s'intensifier dans la 2^e partie de l'année et l'année prochaine, entraînant un redémarrage plus marqué des constructions.

Sur le marché locatif, la baisse des loyers, qui s'était établie à 0,9 % sur les tout premiers mois de l'année, s'est accentuée au printemps, pour atteindre 1,5 % en rythme annuel à fin mai. Elle s'inscrit dans un environnement macro-économique en très lente amélioration et reflète une activité traditionnellement faible en début d'année. La vacance locative a même à nouveau progressé sur l'ensemble du territoire. Le repli des valeurs locatives a néanmoins impacté positivement la mobilité locative : elle affiche une hausse continue depuis fin 2013 et une reprise encore plus nette depuis le début d'année. Elle se dégrade toutefois rapidement dans les zones les plus tendues, en particulier à Paris et en 1^{re} périphérie et en Rhône-Alpes. Elle pourrait être relancée dans la capitale par la mesure de plafonnement des loyers, entrée en vigueur le 1^{er} août dernier. En moyenne, les loyers de

marché devraient progresser d'environ 1 % sur l'ensemble du territoire cette année.

Les ventes de logements anciens se sont bien reprises au printemps, puisqu'elles dépassent à nouveau les 700 000 unités. A fin mai, les ventes concernent ainsi 711 000 logements, en progression de 1,3 % par rapport au mois précédent, confirmant ainsi leur redémarrage plus sensible depuis le début de l'année. En rythme annuel, elles accusent néanmoins toujours un repli de près de 4 %. La production de nouveaux prêts s'est donc animée au cours du 1^{er} semestre, portée par des taux de crédit qui demeurent très faibles mais dont la remontée semble proche. Ils concernent toutefois plus des rachats et de renégociations que des prêts portant sur de nouvelles transactions. Outre ces facteurs conjoncturels, les fondamentaux de soutien de la demande de logements marché perdurent. L'effet valeur-refuge porté par le logement, dans cette période toujours troublée, demeure l'un des principaux moteurs d'accession à la propriété.

De plus, la baisse des prix, modérée mais persistante depuis fin 2011, a permis la restauration de la solvabilité d'une certaine frange de ménages. Ce recul des prix s'est, en effet, stabilisé à 1,9 % sur un an en moyenne au niveau national, mais s'est légèrement accentué en Ile-de-France, à 2,1 %. Au total, les prix se sont ajustés de près de 7 % depuis fin 2011, un fléchissement somme toute très léger, à mettre en perspective avec la hausse cumulée de 150 % enregistrée entre 1998 et 2011. Malgré une demande accrue, les prix devraient poursuivre leur lent mouvement de correction, y compris dans les zones les plus recherchées.



Les principaux marchés européens : l'approche par la prime de risque

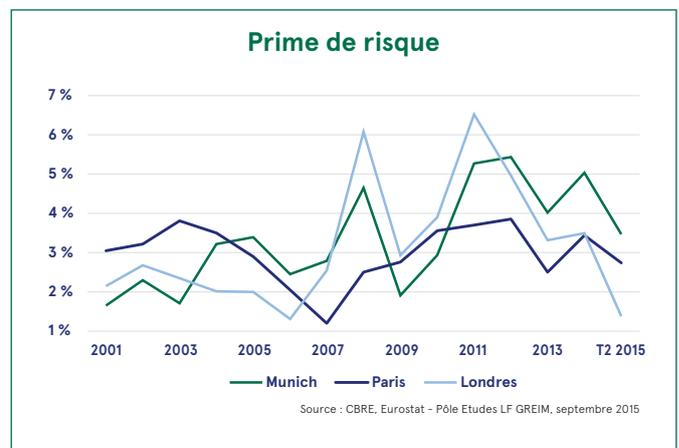
La crise de 2008 a nettement intensifié le mouvement de financiarisation de l'immobilier d'entreprise, entamé à la fin du XX^e siècle. La baisse généralisée, et parfois extrêmement forte, des performances des actifs financiers traditionnels a entraîné d'importants déplacements de capitaux vers des actifs considérés comme sans risque ou à la résistance éprouvée. A l'instar des emprunts d'état, l'immobilier a ainsi attiré des liquidités très abondantes, comme en témoignent les niveaux de collecte enregistrés par les différents véhicules d'investissement en Europe, les SCPI notamment. Afin de mettre en perspective les caractéristiques des différentes classes d'actifs et leur performance, de nombreux indicateurs de mesure ont été développés. Ils sont désormais également appliqués à l'immobilier. La prime de risque de l'investissement immobilier est ainsi de plus en plus fréquemment calculée par les analystes. Elle représente l'écart entre le taux de rendement de l'immobilier et le taux sans risque, c'est à dire le taux de rendement 10 ans de l'obligation d'état préalablement amputé du taux d'inflation. Elle représente la rémunération attendue du risque pris lors de l'investissement, à un instant donné.

La prime de risque est composée :

- du risque systématique, reflet de l'environnement macro-économique, qui, à travers l'étude historique de la volatilité des prix, permet la détermination des équilibres de marché selon la quantification de l'offre et de la demande ;
- du risque d'illiquidité, reflet de l'environnement financier et de l'accès aux financements des opérations, qui prend en compte le temps nécessaire à la transaction, spécificité de l'investissement immobilier par rapport aux autres classes d'actifs ;
- du risque opérationnel, inhérent à l'acquisition d'un immeuble en particulier, dans son environnement (équilibre offre/demande sur la zone de marché, situation locative, obsolescence).

Lorsque la prime de risque est supérieure à sa moyenne de long terme, le marché indique que le prix du bien est sous-évalué, les investisseurs étant largement rémunérés par rapport au risque pris lors de l'acquisition. Cette importance relative de la prime de risque peut être corrigée par une hausse des prix (la correction de la prime de risque étant d'autant plus vive

que le taux de rendement diminue plus sensiblement que les loyers n'augmentent) et par une remontée du taux d'intérêt. A l'inverse, les prix peuvent être considérés comme surévalués lorsque la prime de risque est plus faible que sa moyenne historique. Le retour de cette prime à un niveau reflétant un bon équilibre entre les prix pratiqués par le marché et le risque inhérent à l'investissement peut s'opérer de plusieurs manières : par une baisse du taux sans risque, par une hausse de l'inflation ou par une croissance des loyers à venir plus forte que la progression des prix (c'est-à-dire plus importante que la contraction du taux de rendement).



La prime de risque de l'investissement en immobilier de bureaux « prime » a fortement augmenté ces dernières années, car la baisse des taux longs s'est opérée plus rapidement que celle des taux immobiliers, dans un environnement de faible inflation. Elle a récemment diminué, résultat de taux de rendement toujours en repli et de la remontée des taux longs observée lors de la crise grecque de juin dernier. Elle est la plus comprimée à Londres, qui cumule des taux immobiliers bas et une inflation nulle, qui n'amoindrit donc pas le rendement de l'obligation d'état. C'est Outre-Rhin que la situation est la plus favorable : un Bund plus faible et un taux de rendement « prime » plus élevé gonflent mécaniquement la prime de risque. L'investissement sur le marché français propose, quant à lui, une prime de risque toujours très confortable. Sur l'ensemble des trois pays, la prime de risque devrait se stabiliser dans les prochains mois, car les taux longs et immobiliers devraient reculer selon des trajectoires parallèles.

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