

IMMOBILIER & PERSPECTIVES

LETTRE TRIMESTRIELLE DE LA FRANÇAISE

N° 22 - Décembre 2015

Achevée de rédiger le 04 | 12 | 2015

REGARD SUR LES MARCHÉS

Le progressif retour au calme sur les marchés de capitaux mondiaux s'est confirmé ces dernières semaines et s'est manifesté par une forte réduction de leur volatilité. Les doutes sur la croissance mondiale et les inquiétudes sur l'aptitude des banques centrales à garder la main ont été momentanément relégués au second plan, permettant un ample rebond des marchés boursiers. La vision économique de moyen terme est cependant un peu moins favorable qu'il y a quelques mois. La plupart des organisations économiques comme le FMI ont légèrement révisé leurs prévisions de croissance à la baisse. Au vu des derniers indicateurs, l'expansion de l'activité économique mondiale se poursuit à un rythme plus faible que celui qui était anticipé au printemps dernier mais toujours clairement positif.

La zone euro a ainsi enregistré une croissance économique étale au 3^e trimestre par rapport au trimestre précédent, de 0,3 %, malgré le vif rebond des ventes au détail, soutenues par un pouvoir d'achat restauré. Elle profite donc toujours de plusieurs facteurs de soutien mais ceux-ci devraient voir leurs effets diminuer graduellement. Elle s'inscrit dans le mouvement d'ensemble de croissance, qui demeurera cependant modeste, en décalage de rythme par rapport aux autres pays développés. Cette faible progression de l'activité, de 1,5 % en 2015, aura un impact positif limité sur le marché du travail. Le Royaume-Uni devrait

enregistrer une croissance de son PIB plus vigoureuse, de 2,5 % sur l'ensemble de l'année.

Le marché de l'investissement a poursuivi sa dynamique en Europe au 3^e trimestre 2015. Avec 62 Mrds€ engagés, les volumes se sont légèrement contractés par rapport à ceux du 2^e trimestre mais progressent toujours, de 21 %, par rapport à l'année dernière. Néanmoins, les investissements se sont rééquilibrés au profit des grands marchés d'Europe continentale. En effet, ils ont fléchi au Royaume-Uni, conséquence d'un nombre moins important de transactions de grande taille, émanant d'investisseurs chinois notamment. Les volumes ont en revanche bondi en Allemagne et en France. Les marchés allemands ont ainsi attiré plus de 38 Mrds€ depuis le début de l'année, en progression toujours importante de 40 % par rapport au 3^e trimestre 2014. Les engagements ont tout particulièrement progressé à Berlin, où les valeurs vénales sont toujours parmi les plus faibles du pays et le potentiel de croissance des loyers parmi les plus élevés. A Paris, l'activité a sensiblement repris au 3^e trimestre, à la fois sur le marché locatif et celui de l'investissement. Les taux de rendement « prime » se sont ainsi encore comprimés ce trimestre, tant sur les marchés allemands qu'à Paris : ils atteignent désormais leur plus bas niveau historique. A Londres, les taux et les loyers "prime" se sont stabilisés ce trimestre, laissant craindre un ralentissement progressif de l'activité.

On en coasse

Un nouveau bureau:
à Paris, Londres ou Berlin ?



Je pose la question
à mon argent !



Dans quelle ville
souhaiterais-tu travailler ?



Xavier GORCE-

DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE D'ENTREPRISE EN FRANCE

Le marché français de l'immobilier d'entreprise : un redémarrage à confirmer

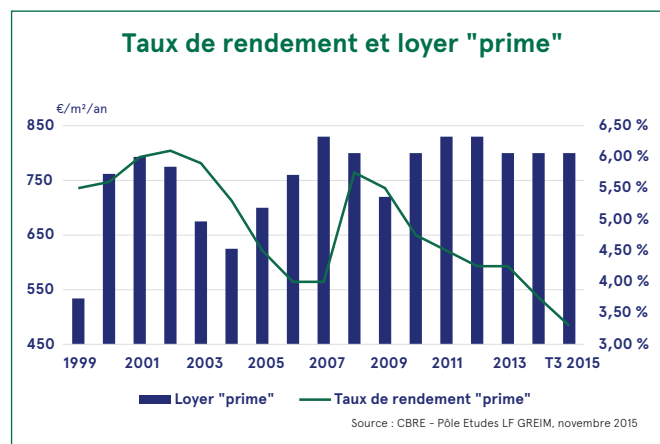
L'économie française affiche toujours une croissance faible et irrégulière. Après un 2^e trimestre atone, malgré des facteurs exogènes toujours positifs (taux, pétrole, change...), le PIB a progressé de 0,3 % au 3^e trimestre. Ce raffermissement graduel de la croissance a été marqué par une augmentation des investissements et de la balance commerciale. Pour autant, c'est toujours la consommation des ménages qui soutient l'économie française, en hausse de 0,7 %. Elle pourrait être affectée par les attentats qui ont récemment frappé la France, même si les impacts en sont encore difficilement quantifiables. De nombreuses dépenses pourraient ainsi être réalisées par d'autres canaux de distribution, internet en particulier et compenser celles traditionnellement enregistrées en magasins, déjà en perte de vitesse. De même, les recettes émanant du tourisme pourraient chuter. Nous anticipons toujours une croissance proche de 1,1 % sur l'ensemble de l'année 2015. L'année 2016, qui devait être celle de l'accélération de la reprise, pourrait pâtir fortement des récents événements, au moins de manière temporaire.

Après un 2^e trimestre bien terne, tant sur le marché locatif que sur celui de l'investissement, l'activité s'est nettement redressée durant l'été. Ainsi, la demande placée a rebondi au 3^e trimestre, pour atteindre 1,5 million de m² de bureaux commercialisés en Ile-de-France depuis le début de l'année, accusant un repli de 6 % sur la période, contre 21 % au 1^{er} semestre. Les petites et moyennes surfaces ont, une nouvelle fois, soutenu les volumes, tandis que les grandes transactions sont restées en retrait. Quelques prises à bail de grande taille devraient se concrétiser au 4^e trimestre. La demande placée pourrait ainsi légèrement dépasser les 2 millions de m² sur l'ensemble de l'année.

L'offre est, quant à elle, repassée sous la barre des 4 millions de m² immédiatement disponibles, en légère baisse de 2 %. Le taux de vacance s'établit ainsi à 7,4 %, mais témoigne de situations très hétérogènes dans les différentes zones de marché. Ainsi, il se stabilise à un niveau toujours supérieur, parfois nettement, à 10 % dans le Croissant Ouest et la Défense mais recule à 4,6 % dans Paris. Les loyers poursuivent leur ajustement, de manière toutefois plus modérée. Leur inflexion généralisée profite à la Capitale, puisqu'elle attire la moitié des

transactions réalisées depuis le début de l'année. Les mesures d'accompagnement se stabilisent autour de 19 % et ne devraient pas refluer avant l'année prochaine.

Le marché de l'investissement s'est également bien repris durant l'été, les engagements atteignant 14,2 Mrds€ depuis le début de l'année. Le 3^e trimestre a marqué un net rebond des acquisitions, puisqu'il représente, à lui seul, 47 % du volume enregistré en 2015. Quelques grandes transactions ont certes dynamisé l'activité ces derniers mois mais la taille moyenne des acquisitions s'est globalement réduite, moins de portefeuilles ayant été mis en vente. Ainsi, le recul des montants demeure relativement contenu, proche de 7 % par rapport à ceux recensés sur la même période de 2014, et le volume annuel devrait, une nouvelle fois, dépasser la barre des 20 Mrds€. Les meilleurs produits suscitent toujours une très vive concurrence entre investisseurs, d'autant plus que les classes d'actifs dites refuges (emprunt d'état, assurance-vie, immobilier...etc.) profitent pleinement des fortes turbulences qui agitent les autres marchés. Les taux de rendement « prime » ont ainsi connu une nouvelle contraction et s'établissent désormais à 3,30 %, un point bas historique. Pour autant, la prime de risque demeure confortable, puisque les taux longs se sont réorientés à la baisse, après leur remontée temporaire observée en juin et juillet derniers. Les taux de rendement pourraient poursuivre leur compression, en particulier pour les biens plus secondaires. Ils devraient se stabiliser pour les tout meilleurs actifs.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN ANGLETERRE

Le marché britannique de l'immobilier d'entreprise : des marchés en léger ralentissement

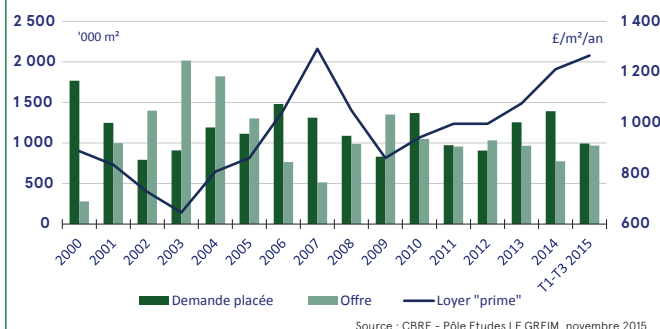
Malgré la crainte du Brexit, qui semble se préciser puisqu'une majorité de Britanniques y est désormais favorable, l'économie du Royaume-Uni demeure solide. Le taux de chômage recule encore et s'établit à 5,3 %, son niveau d'avant-crise. La croissance du PIB a toutefois légèrement décéléré au 3^e trimestre, mais atteint 0,5 %, toujours soutenue par le dynamisme des sociétés de services.

Pour autant, les commercialisations de bureaux ont nettement ralenti durant l'été, avec seulement 360 000 m² pris à bail au 3^e trimestre. Ce résultat contraste avec le début de l'année, durant lequel la demande placée avait approché son volume record du 1^{er} semestre 2001, et atteste de la rareté de surfaces neuves dans les différentes zones du marché londonien. Celle du Midtown, localisée entre le West-End et la City, a néanmoins correctement tiré son épingle du jeu. Elle a enregistré une progression des prises à bail de 32 % par rapport au 2^e trimestre, essentiellement tirée par l'activité soutenue des sociétés de services. Malgré un volume d'offres disponibles en augmentation, le taux de vacance a fléchi à 2,7 %, témoignant de la très rapide absorption des livraisons qui ont alimenté le marché. Les loyers sont restés stables dans les localisations les plus recherchées, où ils ont le plus progressé lors des derniers trimestres. Ils ont légèrement augmenté dans les zones les plus décentralisées, car ils y demeurent attractifs et attirent un nombre accru d'entreprises, des nouvelles technologies notamment.

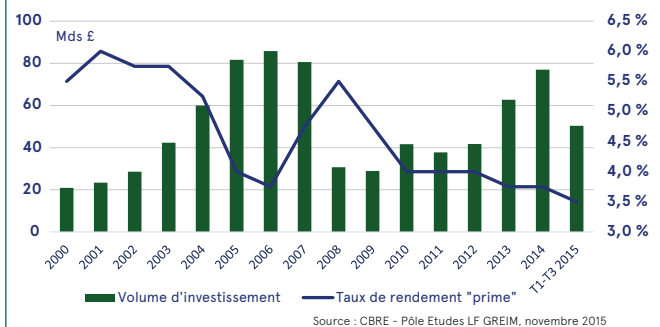
Le marché de l'investissement a enregistré une progression plus modérée des montants investis au 3^e trimestre 2015 par rapport à l'année dernière (+8 %), mais le volume annuel est toujours conséquent, supérieur à 69 Mrds€, malgré un nombre plus faible de grandes transactions. Les engagements des investisseurs britanniques se sont intensifiés au cours des trois derniers mois, compensant l'attentisme des investisseurs étrangers. En conséquence, les taux de rendement « prime » sont restés inchangés ce trimestre et semblent avoir atteint un plancher. Entre le dernier point haut de 2007 et celui du 3^e trimestre 2015, l'augmentation des valeurs vénales s'est avérée extrêmement forte dans la capitale britannique, puisqu'elle tangente les 61 % (en livres sterling). Avec un taux de rendement et un loyer « prime » en stabilisation au 3^e trimestre, les perspectives de progression des valeurs vénales semblent désormais plus modérées.

Pour autant, la croissance économique restera sensiblement plus forte au Royaume-Uni et plus particulièrement à Londres, qu'en Euro zone. Elle devrait atteindre 2,5 % en 2015 et se tasser légèrement en 2016, pour atterrir à 2,2 %. Les créations d'emplois tertiaires devraient néanmoins rester robustes au cours des prochaines années, autour de 2 %, le double de ce qu'elles sont anticipées pour la France. Les commercialisations devraient ainsi demeurer importantes, d'autant que la demande des utilisateurs pourra se placer sur les livraisons attendues de bureaux neufs, en augmentation en 2016 et 2017, en particulier dans la City. Les volumes d'investissement devraient poursuivre leur reflux, les valorisations des meilleurs actifs apparaissant comme élevées. Les engagements pourraient néanmoins se déplacer vers des actifs à repositionner dans leur marché, aux valeurs métriques plus accessibles et susceptibles d'attirer cette demande toujours dynamique. Les taux de rendement pour ce type de biens devraient encore baisser, tandis qu'ils resteront globalement stables pour les immeubles « prime ».

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

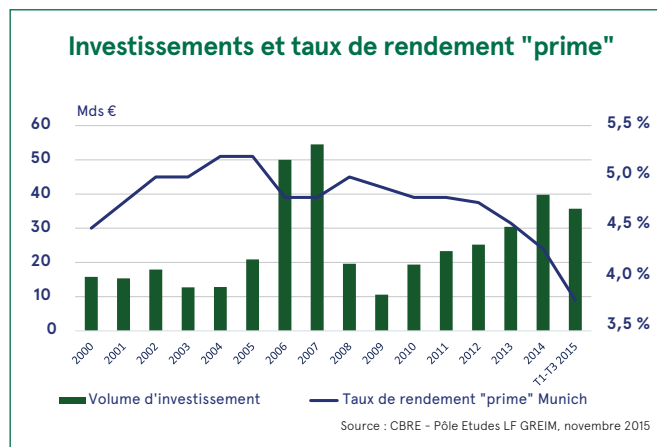
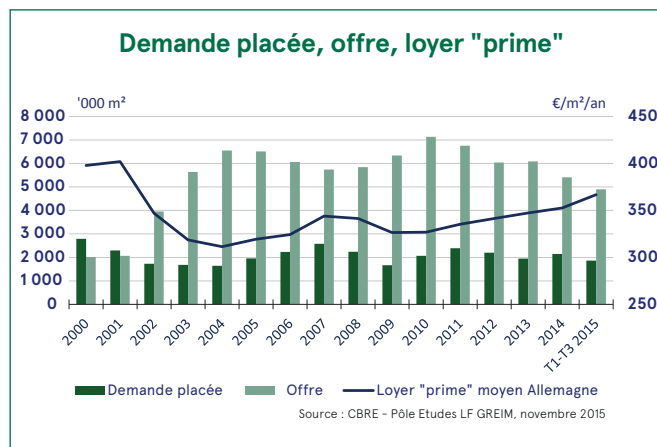
La croissance économique allemande a légèrement freiné au cours du 3^e trimestre, mais plutôt moins qu'anticipé. A l'instar du modèle français, le repli de la production industrielle, de l'investissement des entreprises et du commerce extérieur a été compensé par la consommation, émanant à la fois des ménages et des administrations publiques. Celles-ci doivent en effet prendre des dispositions, afin d'assurer l'accueil des migrants. L'emploi continue de soutenir l'activité, puisque 343 000 postes nets ont été créés sur douze mois (+0,8 %) selon Destatis. Le taux de chômage se situe actuellement à son niveau le plus bas depuis la réunification, à 6 % fin novembre.

Les commercialisations sont par conséquent toujours dynamiques, en forte hausse de 30 % sur les trois premiers trimestres 2015 par rapport à la même période de 2014. L'augmentation de la demande placée a entraîné une nouvelle baisse de l'offre, le taux de vacance moyen s'établissant à 8 % en moyenne dans les quatre principaux marchés (Berlin, Francfort, Hambourg et Munich). L'appauvrissement qualitatif des surfaces disponibles se poursuit. Les livraisons d'immeubles neufs reculent sur l'ensemble des marchés et elles sont, en outre, rapidement absorbées par les utilisateurs. Les loyers sont restés globalement stables ce trimestre, à l'exception de Francfort et Hambourg, qui ont enregistré des commercialisations de surfaces très qualitatives, dans le Quartier Central des Affaires notamment. Le marché de Francfort, dont le taux de vacance reste, et de loin, le plus élevé de tous les marchés allemands, profite de la rapide décrue des surfaces disponibles et d'une rareté d'offres neuves, les livraisons y ayant été très faibles ces dernières années. Le loyer y évolue donc avec un effet retard. Il progresse enfin depuis 2014, après six années de stabilité, et renoue avec les 40 €/m²/mois, son niveau de fin 2002.

Soutenu par un marché locatif très bien orienté, le volume d'investissement a poursuivi sa forte progression. Il dépasse les 38 milliards € depuis le début de l'année, marquant une nette progression de 40 % par rapport aux neuf premiers mois de 2014. La multiplication des acquisitions de taille moyenne a pallié la rareté de grandes transactions. En effet, les mises en vente se sont avérées plus rares sur ce segment, mais les portefeuilles et les gros volumes sont toujours particulièrement recherchés, compte tenu des très abondantes liquidités qui cherchent à se positionner en Allemagne. Les taux de rendement ont donc poursuivi leur compression, parfois très fortement comme à Berlin, où ils ont baissé de 40 points de base au cours des trois

derniers mois. A Munich, ils reculent de 20 points de base et passent sous la barre des 4 %, à 3,80 %, une première en Allemagne. Ils demeurent supérieurs à ceux observés à Paris ou à Londres, alors que le taux sans risque allemand est nettement moins rémunérateur. L'Allemagne propose donc la prime de risque la plus favorable à l'investissement immobilier, le Bund diminuant plus rapidement que les taux de rendement "prime".

Malgré une croissance économique en ralentissement, le marché locatif devrait rester dynamique, réduisant l'offre et soutenant toujours les valeurs locatives. Les loyers "prime" pourraient même sensiblement progresser tant la rareté de surfaces neuves est forte dans les centres des villes. Les capitaux désireux de s'investir en Allemagne devraient donc demeurer importants et continuer à peser sur les taux de rendement. Pour autant, ils en devraient se contracter que très faiblement sur le segment « prime » du marché.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE RÉSIDENTIELLE EN FRANCE

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

Après plusieurs années d'activité en berne, le secteur du logement neuf a retrouvé des couleurs depuis le début de l'année. En effet, l'activité semble reprendre de la vigueur dans les zones les plus tendues. Le 2^e trimestre marque ainsi la troisième augmentation consécutive des ventes réalisées par les promoteurs. Elles ont dépassé les 48 000 unités au 1^{er} semestre 2015, en hausse de 29 % par rapport au 1^{er} semestre 2014.

Les facteurs de soutien des transactions sont multiples. La récente remontée des taux d'emprunt est restée modeste. Ils passent ainsi de 1,99 % fin juin à 2,19 % fin septembre et supportent toujours l'activité. La demande demeure forte, portée par le dispositif Pinel, qui permet des réductions d'impôts substantielles dans un cadre réglementaire assoupli. Elle profite de mises en ventes sensiblement plus nombreuses, pour se positionner sur des biens de qualité. L'offre a ainsi progressé de 15 % au 1^{er} semestre, mais les mises en chantier reculent de 4 % à fin août en rythme annuel, limitant les mises en vente à court/moyen terme. La légère remontée des demandes de permis de construire laisse néanmoins présager d'une hausse graduelle des produits disponibles à l'acquisition.

Les ventes à investisseurs ont très nettement animé le marché, puisqu'elles progressent de manière forte, de 66 % au 1^{er} semestre. Elles représentent désormais plus de la moitié des unités vendues depuis le début de l'année.

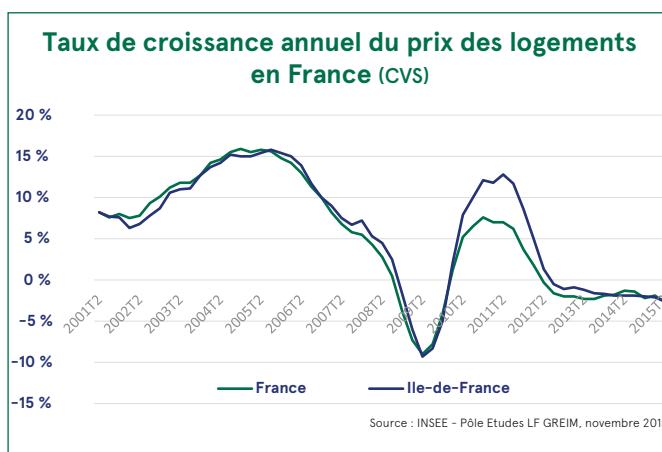
Le manque de logements en France demeure récurrent. Le dispositif Pinel a engendré une relance du marché de la construction de logements, œuvrant à une meilleure fluidité du marché des logements neufs, la demande stimulant l'offre. Les prix étaient restés globalement stables ces dernières années, les promoteurs ajustant leur offre, en réponse à une demande plus faible. La reprise des transactions devrait générer leur rapide redémarrage.

La baisse des loyers, qui s'était accentuée au printemps, s'est très légèrement infléchi et a atteint 1,4 % en rythme annuel à fin août. Elle reste notable, à une période de l'année où l'activité se concentre, puisque 45 % des transactions locatives annuelles sont recensées entre juin et septembre. Ce repli touche plus particulièrement les petites surfaces, pour lesquelles les loyers se dégradent de 2,7 %. Après avoir

sensiblement augmenté depuis 2012, la vacance s'est quelque peu résorbée au cours des derniers mois. La mobilité locative poursuit, quant à elle, son redressement mais reste faible dans les zones de marché où la demande est la plus forte. Les loyers de marché pourraient se redresser en fin d'année, profitant d'une activité en reprise.

Le redémarrage des transactions sur le marché des logements anciens s'est renforcé durant l'été. Les ventes ont à nouveau progressé, de près de 3 % à fin août sur les douze derniers mois. 740 000 logements anciens ont ainsi été vendus entre septembre 2014 et fin août 2015. Depuis le début de l'année, l'activité a repris de manière plus franche, la hausse des transactions atteignant 7 % par rapport au point bas de décembre dernier. La production de nouveaux prêts s'est légèrement ralentie en août, les renégociations représentant désormais la moitié des crédits accordés.

Malgré une activité plus dynamique, la diminution des prix s'est accélérée au 2^e trimestre. Elle a atteint 0,6 % au cours des trois derniers mois et 2,7 % en rythme annuel sur l'ensemble du territoire. L'ampleur de ce repli provient plus particulièrement de la baisse des prix enregistrée en Province au 2^e trimestre. Les prix des appartements reculent plus nettement, de 3,1 %. La progression des ventes, qui devrait se confirmer dans la deuxième partie de l'année, devrait contenir le recul des prix. Pour autant, de nouvelles baisses sont anticipées, tant en Ile-de-France qu'en Province.



Les principaux marchés européens : nos convictions 2016

Depuis la crise de 2008, les marchés immobiliers ont connu des mutations profondes, initiées par un environnement macro-économique en rapide transformation. La financiarisation de l'immobilier s'est sensiblement accentuée, notre secteur offrant une rémunération plus élevée que les autres classes d'actifs pour un risque mesuré. Elle s'est manifestée par un déploiement très important de capitaux et a engendré une forte pression baissière sur les taux immobiliers. En outre, l'occupation même des biens se modifie lentement, puisqu'elle s'apparente de plus en plus à un usage, qui se conjugue avec partage et flexibilité. S'il demeure l'apanage des sociétés des nouvelles technologies, ce phénomène tend à se propager aux entreprises aux activités plus traditionnelles et impactera à terme les niveaux de loyers.

Dans cet environnement mouvant, alors que la croissance économique semble reprendre mais manquer d'impulsion durable, comment devrait se comporter l'immobilier ?

Tout d'abord, nous n'anticipons pas de mouvement significatif sur les taux de rendement « prime » immobiliers. Néanmoins, ils se comprimeront encore sur les immeubles plus secondaires en termes de sécurisation des revenus locatifs notamment, mais essentiellement sur les actifs bien localisés. En effet, l'environnement de taux devrait rester inchangé, la BCE ayant fait part de sa volonté de poursuivre voire d'intensifier sa politique de Quantitative Easing. La progression des valeurs vénales s'opèrera donc principalement par le biais de la composante loyer.

Les loyers ont connu des évolutions contrastées selon les marchés au cours des dernières années. Ainsi, le marché londonien a enregistré une très forte hausse de ses valeurs locatives « prime », de 47 % entre leur point bas de 2009 et leur niveau actuel. Les marchés allemands, structurellement plus stables, ont vu leur loyer moyen augmenter de 13 % sur la même période. A Paris, où le marché locatif est moins dynamique, la hausse du loyer « prime » s'est avérée plus contenue (+11 %) et est fortement réduite par des mesures d'accompagnement significatives. Elle devrait s'intensifier, portée par le retour d'une croissance durable et plus solide.

Intégrant l'ensemble de ces paramètres, notre stratégie d'investissement se déclinera selon deux axes au profil de

risque complémentaire, core et core+. Elle sera déployée en priorité dans les trois principaux marchés européens. Les produits dits core sont localisés dans les toutes meilleures zones des villes et jouissent par conséquent d'une forte demande des utilisateurs. Ils proposent ainsi des revenus locatifs récurrents sur le long terme. Malgré des prix actuellement déjà élevés, nous ciblerons des bureaux, existants loués ou des VEFA pré-louées à Paris, en première couronne, et dans les grandes métropoles régionales françaises. De même, le potentiel de valorisation de biens aux caractéristiques comparables, localisés dans les sept principaux marchés allemands, nous paraît important.

Pour les commerces, nous privilégierons les pieds d'immeuble « prime » en Europe. Ainsi, nous étudierons des investissements dans la périphérie de Londres et dans les meilleures artères de centre-ville, dans Paris et les grandes métropoles régionales ainsi que dans les villes allemandes les plus dynamiques.

Les produits immobiliers également générateurs de flux sont ceux exploités par un opérateur national spécialisé dans la gestion des biens à l'activité spécifique. Ils proposent un couple rendement/risque intéressant car ils combinent des taux de rendement plus élevés et des baux de plus long terme que les bureaux et les commerces. L'immobilier géré accueille des populations diverses, aux besoins différents. Leur analyse approfondie déterminera la localisation de biens adaptés. Nous ciblerons par exemple des résidences sénior de centre-ville, dans les agglomérations faisant l'objet d'une forte demande, et des résidences étudiantes bien placées, proposant des studios à proximité des meilleures écoles et universités en France.

Les produits core+ concernent des actifs bien localisés dans les zones reconnues, qui permettent un important potentiel de valorisation grâce à un asset management actif. Pour les bureaux, nous nous concentrerons sur des immeubles de la City à Londres à améliorer techniquement, pour offrir des petites et moyennes surfaces plus flexibles. De même, nous étudierons des actifs très bien localisés et qualitatifs, partiellement loués en Allemagne. Compte tenu des perspectives de hausse de l'emploi tertiaire, la vacance devrait s'y résorber rapidement, permettant une importante création de valeur.

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