

IMMOBILIER & PERSPECTIVES

LETTRE TRIMESTRIELLE DE LA FRANÇAISE

N° 24 - Juin 2016

Achevée de rédiger le 30 | 06 | 2016

REGARD SUR LES MARCHÉS

Accélération de la reprise économique

La meilleure santé économique de la zone euro s'est confirmée au cours des derniers mois. Le 1^{er} trimestre a ainsi révélé une bonne surprise, avec un taux de croissance estimé à un peu plus de 2 % en rythme annuel. Dans l'industrie et les services, le climat des affaires est stable à un niveau légèrement positif. Dans la construction, il est revenu au voisinage de la tendance passée et l'amélioration marque maintenant le pas. Dans le commerce de détail, après avoir atteint un niveau exceptionnellement haut, il revient vers un niveau plus normal. Au total, les derniers indicateurs de la zone euro reflètent une croissance modérée, autour de 1,5 % l'an. L'inflation sur trois mois est nettement négative, sous l'effet retardé de la baisse du pétrole mais devrait redevenir positive, portée par le rebond du prix du Brent.

Une instabilité financière persistante et amplifiée

Le vote du Brexit, qui met fin à quarante-trois années d'appartenance du Royaume-Uni à l'Union Européenne, aura également des conséquences pour l'Union Européenne. S'il reste difficile d'en mesurer aujourd'hui les effets sur les économies, ce choix des Britanniques ouvre donc une période d'incertitude, synonyme de volatilité à court terme pour les marchés financiers, au Royaume-Uni comme pour l'Europe. La levée progressive

des incertitudes dépendra de la mobilisation politique à mettre rapidement en place de nouveaux accords commerciaux, qui soutiendront l'activité.

L'investissement immobilier en ralentissement temporaire

Sur les marchés de l'investissement en immobilier d'entreprise, l'année 2016 a démarré timidement. Avec 44,4 milliards d'euros, volume le plus faible depuis deux ans, les transactions ont reculé de 12 % par rapport au 1^{er} trimestre 2015. Alors que les capitaux prêts à se positionner sur les marchés demeurent conséquents, elles pâtissent d'une rareté accrue d'actifs adaptés à la demande des investisseurs, qui élargissent progressivement leur cible d'investissement. La faible disponibilité de produits, couplée à une recherche de rendements plus élevés, orientent les engagements vers des marchés moins profonds, au détriment des trois pays principaux (Royaume-Uni, France, Allemagne) et des biens de diversification tels que la logistique, l'hôtellerie et les résidences gérées. Le taux de rendement moyen pour les bureaux « prime » fléchit peu ce trimestre car la grande majorité des transactions recensées a concerné des actifs moins qualitatifs. Il se contracte désormais plus sensiblement dans les pays moins importants et se stabilise dans les trois principaux marchés. La reprise des investissements attendue dans les prochains mois pourrait encore y faire baisser le taux de rendement.

On en coasse



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE D'ENTREPRISE EN FRANCE

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

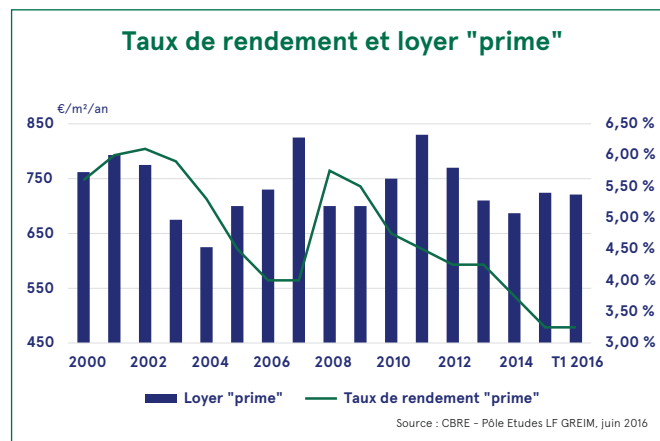
L'accélération de la croissance de l'économie française enregistrée en 2015 s'est confirmée au 1^{er} trimestre 2016. Le Produit Intérieur Brut (PIB) a progressé de 0,6 %, à un rythme plus soutenu que prévu : après 0,3 % aux 3^e et 4^e trimestres 2015, la croissance semble durablement installée en territoire positif, un signe encourageant pour les entreprises et les ménages. En effet, la consommation a nettement rebondi au 1^{er} trimestre (+1,7 %) tandis que les investissements des entreprises augmentent de 1,6 %, leur niveau le plus élevé depuis fin 2011. Le chômage a même amorcé une lente décrue mais reste proche des 10 %.

La dynamique du marché locatif des bureaux a confirmé les meilleures perspectives de l'économie française. Les commercialisations ont ainsi atteint 493 000 m² au 1^{er} trimestre, en hausse très nette de 19 % par rapport au 1^{er} trimestre 2015. Ce regain d'activité demandera néanmoins confirmation, tant le volume de l'année dernière s'était avéré faible. La progression des prises à bail s'est appuyée sur une meilleure tenue des grandes surfaces (supérieures à 5 000 m²), dont la disponibilité s'est accrue, et une anticipation de la remontée des loyers, qui accélère les prises de décision chez les utilisateurs. L'offre de bureaux a poursuivi sa baisse (-3 % sur un an) et la qualité des surfaces disponibles s'appauvrit encore. Les projets à venir sont en recul mais demeurent nombreux. Toutefois, seuls les immeubles au moins partiellement précommercialisés seront mis en chantier. Les valeurs locatives ont enfin enregistré des augmentations au cours des derniers mois, mais celles-ci demeurent réservées à quelques quartiers parisiens très centralisés.

Le marché de l'investissement a entamé l'année timidement. Avec seulement 2,9 milliards d'euros engagés au 1^{er} trimestre 2016, contre 4,6 milliards d'euros il y a un an, les volumes accusent un recul significatif de 37 %. Ils ont pâti du peu de transactions de bureaux recensées dans Paris, où les valeurs vénales sont les plus élevées. L'Île-de-France accuse ainsi une baisse plus importante des investissements que l'ensemble du territoire, de 50 % par rapport au 1^{er} trimestre 2015, pour un volume global de 1,8 milliard d'euros. Les acquisitions de bureaux ont quant à elles reculé de 60 %. Plus que jamais, la très forte demande émanant des investisseurs se heurte à une rareté de produits adaptés, c'est-à-dire offrant une bonne localisation, des revenus locatifs récurrents et dans

un état technique nécessitant peu d'investissements additionnels à court terme. Les transactions se sont principalement portées sur des actifs en 2^e couronne parisienne et en régions. Les taux de rendement « prime » sont restés stables puisqu'aucune transaction ne s'est concrétisée sur ce segment.

2016 ne devrait donc pas marquer de réelle accélération de l'économie mais plutôt sa graduelle amélioration. Le PIB devrait progresser légèrement plus qu'en 2015, atteignant 1,2 % sur l'ensemble de l'année. Les créations d'emplois pourraient ainsi reprendre en 2016, après une année 2015 de stabilisation. L'amélioration graduelle de l'environnement macro-économique soutiendra l'activité sur le marché des bureaux. La demande placée devrait ainsi atteindre 2,2 millions de m² sur l'ensemble de l'année. L'offre diminuera encore, en particulier celle d'actifs neufs bien localisés, et devrait entraîner une progression des loyers. Celle-ci se cantonnera néanmoins aux meilleurs biens. Les immeubles plus secondaires devraient ainsi enregistrer de nouvelles baisses de loyers. Les mesures d'accompagnement ne reflueront donc que très lentement. La rareté de produits mis en vente adaptés aux exigences des investisseurs devrait perdurer et contraindre les investisseurs à reporter leur intérêt sur des actifs plus secondaires. Même si la remontée des loyers semble se profiler, elle ne devrait pas se généraliser avant l'année prochaine, confortant une stratégie défensive, qui privilégiera les biens de qualité, aux revenus locatifs récurrents et bien localisés. Les taux de rendement pour cette typologie de biens pourraient donc encore se contracter.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN ANGLETERRE

Le marché britannique de l'immobilier d'entreprise : période de fortes turbulences en vue

Les transactions locatives sont pourtant restées robustes, en légère augmentation de 2 % par rapport au 1^{er} trimestre 2015. Cinq prises à bail supérieures à 10 000 m² ont porté l'activité. La demande a principalement émané des médias et des agences de communication mais également des secteurs plus traditionnels (banques et sociétés de services). La multiplication des grandes transactions a confirmé la plus grande disponibilité d'offres neuves dans certains quartiers et leur rapide absorption. Le taux de vacance a poursuivi sa baisse atteignant 3,3 %, un niveau très faible en historique. Il augmente néanmoins dans le West End, où les livraisons ont été abondantes ce trimestre. Ce déséquilibre croissant entre l'offre et la demande y a entraîné une baisse de 7 % du loyer « prime », une première depuis le 2^e trimestre 2009. La City et les Docklands ont en revanche enregistré de nouvelles progressions de leurs valeurs locatives.

Les investissements ont nettement reculé au 1^{er} trimestre. Ils ont atteint environ 17,5 milliards d'euros, en forte baisse de 27 % en livre sterling. Le marché londonien a mieux résisté, accusant une baisse de 21 %. Les engagements ont été particulièrement conséquents dans le West End, qui a attiré 57 % des volumes. Ils ont été nettement plus faibles dans la City et les Docklands, confirmant un recentrage de l'activité sur la zone de marché « prime » de la capitale britannique et manifestant une aversion au risque accrue. Les investisseurs étrangers ont poursuivi leurs acquisitions, puisqu'ils représentent 64 % des volumes recensés à Londres. Le taux de rendement « prime » reste inchangé à 3,50 % et la pression opérée sur les taux est actuellement moins intense. Alors que le 2^e semestre devait marquer une reprise de l'activité, avec des anticipations de croissance à 2,1 % en 2016, le choix du Brexit au référendum a plongé l'ensemble de la zone dans de fortes turbulences. Dans ce contexte, l'anticipation de l'évolution des marchés s'avère délicate. Soumis à de profondes incertitudes, le marché devrait amplifier le ralentissement entrevu depuis plusieurs mois. Les transactions locatives ne devraient fléchir que faiblement, au moins dans un premier temps. Si Londres accueille aujourd'hui 40 % des sièges sociaux européens des 250 plus grandes multinationales (8 % pour Paris), c'est grâce à une politique fiscale avantageuse et à son accès au marché unique. Le marché de l'immobilier londonien devrait faire face, à moyen terme, à une demande de surfaces de bureaux moins soutenue de la part d'entreprises internationales qui souhaitent poursuivre leurs échanges en euro et pourraient donc se positionner sur les marchés continentaux. Les marchés régionaux, dont l'activité est principalement animée par les entreprises locales ou nationales devraient moins pâtir du Brexit.

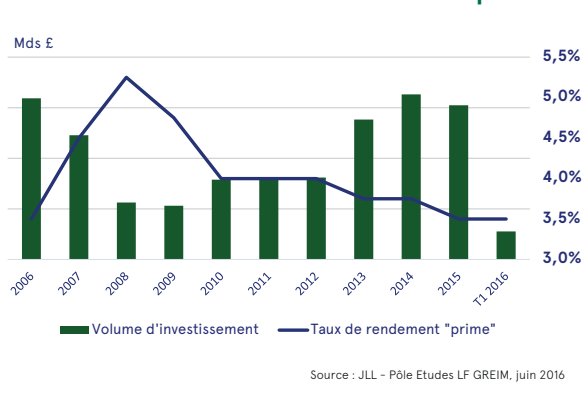
Pour autant, Londres devrait conserver sa position de leader du marché européen de l'investissement en immobilier d'entreprise. Son attractivité pourrait même être renforcée par la dévalorisation de la livre. Ce phénomène permettra de restaurer progressivement l'attractivité du marché britannique relativement aux autres marchés européens. Ainsi, le très fort dévissage des bourses européennes le jour de l'annonce de la victoire du Brexit a ainsi contrasté avec la bonne résistance de la bourse de Londres, qui a tiré profit de la baisse sensible de la livre pour attirer les investisseurs.

L'évolution du marché de la pierre britannique dépendra des négociations avec l'union européenne et l'impossibilité d'évaluer leurs durées et leurs aboutissements annonce une nouvelle ère d'incertitudes et d'instabilité. En tout état de cause, le Brexit pourrait raviver les velléités d'indépendance de l'Ecosse voire de l'Irlande du Nord et entraîner son éclatement, accentuant de ce fait, l'instabilité de l'économie.

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 : un marché locatif toujours dynamique

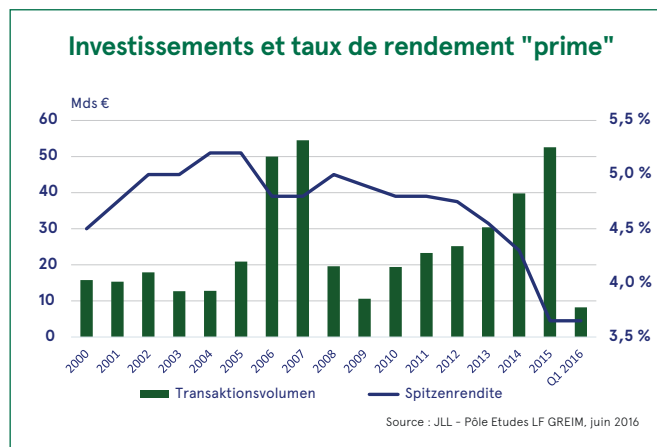
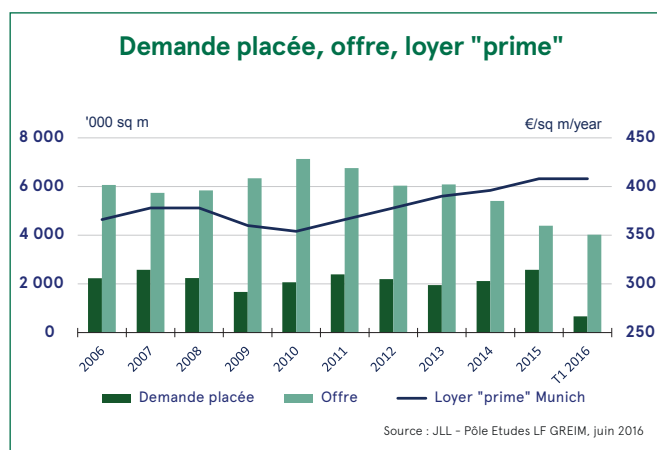
Portée par une progression sensible du Produit Intérieur Brut (PIB), l'économie allemande affiche toujours un fort dynamisme en ce début d'année. Ainsi, l'activité a progressé de 0,7 % au 1^{er} trimestre, soutenue à la fois par une consommation des ménages robuste et des exportations importantes de produits à forte valeur ajoutée. Le taux de chômage remonte légèrement, résultat du fort mouvement migratoire observé en 2015 mais demeure nettement en deçà de la moyenne européenne.

La demande placée a enregistré une nouvelle progression au cours des trois premiers mois de l'année (+10 % par rapport au 1^{er} trimestre 2015). Les volumes de commercialisations ont été particulièrement dynamiques à Berlin et à Francfort. Ils affichent respectivement des augmentations de 60 % et 51 %. Tandis que le marché de Francfort bénéficie d'une demande accrue des sociétés traditionnelles de la finance et de l'assurance, Berlin attire des entreprises des nouvelles technologies et de la communication. Les nombreuses prises à bail de petites et moyennes surfaces ont confirmé la bonne santé des PME allemandes et permettent une hausse significative de l'absorption nette (+46 %). L'offre de bureaux a encore diminué ce trimestre, d'autant que les livraisons ont à nouveau reculé. Le taux de vacance atteint ainsi 6,3 %, contre 7,4 % il y a un an. Il devrait continuer à baisser, tant les livraisons futures sont peu importantes. Après avoir progressé dans la plupart des principaux marchés au cours des douze derniers mois, les loyers « prime » sont restés globalement stables ce trimestre. Seul le marché de Francfort enregistre une augmentation de loyer « prime », observée sur de grandes transactions dans des immeubles neufs, dont la disponibilité demeure contrainte.

Les investissements ont marqué le pas au 1^{er} trimestre. 8,2 milliards d'euros ont été engagés sur les marchés allemands, en baisse de 14 % par rapport au 1^{er} trimestre 2015, résultat de la rareté de grandes transactions, notamment des portefeuilles. La disponibilité de produits qualitatifs mis en vente s'est amoindrie et freine la fluidité des marchés, en particulier dans les plus principales villes, où le recul des volumes est plus important encore. L'appétit des investisseurs pour les marchés allemands demeure pourtant très vif. Les investissements sur des produits non banalisés (hôtels, logistique et résidences gérées) ont ainsi nettement progressé, au détriment des commerces (-59 %). Les taux de rendement « prime » sont restés stables ce trimestre, à l'exception de ceux observés à Hambourg. Ils reculent de 15 points de base sur les trois

premiers mois de l'année et même de 55 points de base sur un an. La prime de risque atteint un niveau, toujours très favorable, le taux sans risque allemand se situant toujours à des niveaux très bas.

La croissance économique devrait atteindre 1,7 % sur l'ensemble de l'année 2016 et dynamiser le marché de l'emploi. Les transactions locatives devraient ainsi dépasser les volumes enregistrés l'année dernière. La demande des utilisateurs recherchera à se positionner sur des immeubles neufs et se heurtera à la rareté de biens qualitatifs disponibles. Le taux de vacance devrait ainsi poursuivre son repli et soutenir de nouvelles augmentations de loyers. Les investissements devraient décoller au cours des prochains trimestres et approcher les montants engagés en 2015. Les taux de rendement « prime » resteront orientés à la baisse.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE RÉSIDENIELLE EN FRANCE

Le marché français de l'immobilier de logement : des prix orientés à la hausse pour le neuf

La hausse des ventes de logements neufs s'est encore intensifiée en fin d'année. Le nombre d'unités vendues a progressé de 18 % en 2015, pour dépasser les 100 000 unités, une première depuis 2011. Entre 2012 et 2014, les transactions sont en effet restées inférieures à 88 000. Elles ont été majoritairement portées par les investisseurs désireux de profiter du dispositif Pinel. Ils ont représenté 56 % des ventes enregistrées en 2015, en forte hausse de 44 %. Le délai d'écoulement s'est ainsi stabilisé. Les mises en chantier ont poursuivi leur progression en 2016 (+1,7 % entre février et avril par rapport à la même période de 2015). De même, la hausse des octrois de permis de construire s'est renforcée en 2015 (+4,5 % en rythme annuel) et a même bondi de 10 % entre février et avril. Les mises en vente augmentent néanmoins plus lentement que les ventes elles-mêmes, générant des tensions sur les prix. Ainsi, la hausse des prix de vente s'est accélérée en fin d'année. Elle s'établit à 1,1 % entre le 4^e trimestre 2014 et le 4^e trimestre 2015, contre 0,8 % en moyenne sur l'ensemble de l'année. Elle a été plus particulièrement marquée en Ile-de-France, à 2,1 %.

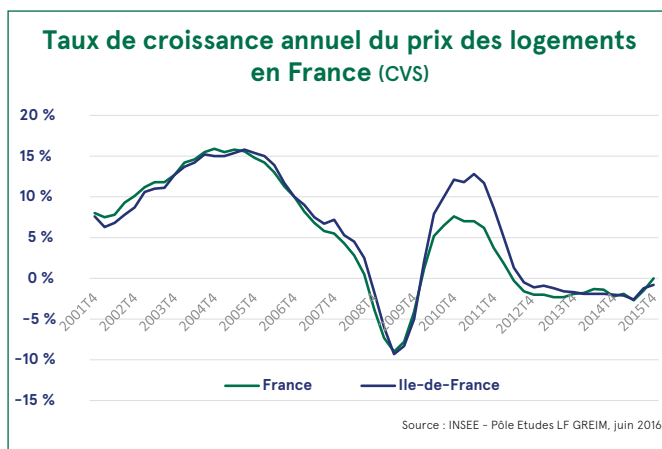
Le recul des loyers a atteint 1,1 % en 2015. Leur redémarrage, traditionnellement observé pendant l'été, ne s'est pas produit l'année dernière, une première depuis 1998. Ce repli reflète un environnement macro-économique qui ne s'améliore que très lentement. Il atteste de l'augmentation de la solvabilité des ménages, qui deviennent plus facilement propriétaires, ce qui réduit, de fait, la demande locative. La vacance poursuit ainsi sa progression : elle concerne désormais l'ensemble des régions. Cette baisse des loyers s'est poursuivie depuis le début de l'année, mais de manière moins marquée. Elle s'établissait à 0,8 % sur les deux premiers mois de 2016. Elle a entraîné une hausse continue de la mobilité résidentielle au cours des deux dernières années, mais celle-ci a nettement diminué depuis janvier, renouant avec son niveau de 2013.

803 000 logements anciens ont été vendus en 2015, en hausse sensible de 16 %, portée par une accélération marquée depuis juin dernier. Les transactions n'avaient pas connu de progression aussi franche depuis 2010. Elles sont soutenues principalement par les taux d'emprunt bas et des prix toujours légèrement orientés à la baisse. En effet, après avoir bien résisté à la crise financière, les prix ont entamé leur recul fin 2011. Celui-ci demeure

modeste, proche de 7 %, comparé à la hausse cumulée de 150 % enregistrée entre 1998 et 2011. Si les prix se sont stabilisés en moyenne sur l'ensemble du territoire au 4^e trimestre, ils accusent toujours un repli de 0,8 % en Ile-de-France.

Le raffermissement de l'activité économique devrait confirmer la reprise de l'activité en 2016, tant dans le neuf que dans l'ancien. La demande de logements neufs sera à nouveau particulièrement soutenue par les mesures gouvernementales renforcées au 1^{er} janvier 2016, qui prévoient une accession à la propriété favorisée pour les logements neufs (prêt à taux zéro) dans le cadre de la loi Pinel. En outre, les taux d'emprunt devraient se maintenir à un niveau durablement bas, encourageant encore l'émission de nouveaux crédits. La demande devrait ainsi rester dynamique et permettre une absorption rapide de l'offre, malgré des mises en chantier de logements neufs plus soutenues. Le recul du délai d'écoulement devrait donc se poursuivre courant 2016 et même s'intensifier en fin d'année. Pour autant, ce redémarrage des mises en chantier depuis début 2015 permettra, à moyen terme, à la demande de se positionner sur les nouveaux programmes.

Les prix devraient repartir à la hausse pour les logements neufs et progressivement se stabiliser pour les logements anciens. Les loyers de marché devraient, quant à eux, se stabiliser dans la deuxième partie de l'année 2016.



Amsterdam : un marché des bureaux de plus en plus attractif

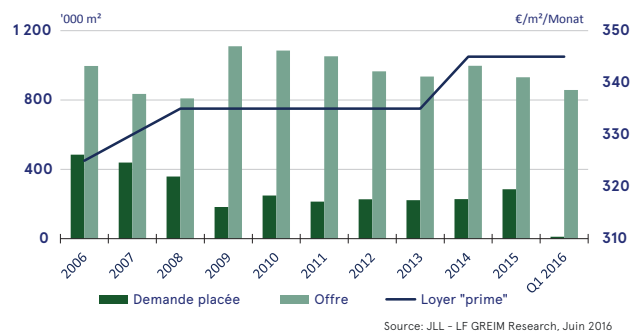
6^e puissance économique européenne et 5^{ème} exportateur mondial de marchandises, les Pays-Bas ont connu une croissance économique très dynamique de 1,9 % en 2015, supérieure à celle de l'Allemagne. La progression du PIB a été portée par la demande intérieure et des exportations en nette augmentation. La zone portuaire de Rotterdam a généré une activité intense. Le taux de chômage s'est encore réduit, en particulier chez les jeunes, et se situe à 6,6 %, très en deçà de la moyenne européenne (9,1 %). Au 1^{er} trimestre, la croissance a atteint 0,5 % et devrait s'établir à 2,4 % en 2016 selon les prévisions publiées par le Bureau pour l'analyse de la politique économique (CPB) en août dernier. Plus globalement, les prévisions macro-économiques et démographiques s'avèrent systématiquement supérieures à celles des autres pays de la zone euro.

L'attractivité d'Amsterdam pour les entreprises du secteur des nouvelles technologies s'est confirmée en 2015, encouragée par de nombreuses initiatives gouvernementales pour régénérer les zones centrales. Ces actions ont assuré un net redressement du marché. La demande placée a très fortement progressé (+25 %), en particulier dans les zones privilégiées par les utilisateurs, le centre-ville et l'axe-sud. Elle a même affiché une hausse de 50 % entre le 3^e et le 4^e trimestre. De nombreuses entreprises ont poursuivi leurs stratégies d'expansion, en cherchant des surfaces plus importantes, en anticipation de la hausse des loyers pour les biens de bonne qualité. L'offre s'est réduite de 7 % sur l'année mais demeure conséquente. Le taux de vacance reste supérieur à 15 % mais concerne en grande majorité des immeubles vieillissants et les zones difficilement accessibles. Le loyer « prime » s'est stabilisé à 345 €/m²/an, après avoir augmenté de 3 % en 2014. A l'instar de la plupart des marchés allemands, il n'a pas baissé pendant les crises successives que l'Europe a connues depuis fin 2008, attestant d'une forte résilience et d'une faible volatilité. Le marché locatif a enregistré un 1^{er} trimestre 2016 de maigre activité, avec seulement 12 000 m² commercialisés. Les besoins des locataires du secteur des « nouvelles technologies » évoluent et se heurtent à une rareté importante de surfaces assurant une occupation optimale. Pour autant, le taux de vacance a poursuivi son repli, assurant le maintien des valeurs locatives.

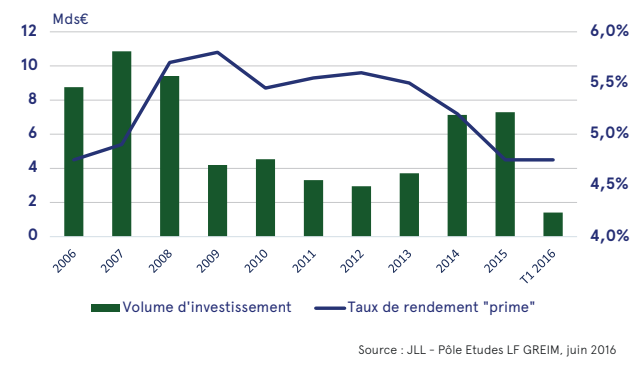
Avec une moyenne annuelle de long terme supérieure à 6 milliards d'euros, le marché de l'investissement néerlandais propose une liquidité proche du marché espagnol, alors

que la superficie du pays est nettement moins importante. Il a atteint 7,3 milliards d'euros en 2015 et déjà 1,4 milliard d'euros au 1^{er} trimestre 2016, en hausse de 135 % par rapport au 1^{er} trimestre 2015. Amsterdam concentre la plus grande part des engagements et se positionne ainsi comme le marché le plus profond des Pays-Bas. Après s'être contracté de manière continue depuis 2012, le taux de rendement « prime » s'y est stabilisé à 4,75 %, un taux supérieur à ceux observés dans les plus gros marchés européens, ainsi qu'à Madrid et à Barcelone. Les valeurs vénales « prime » y sont ainsi très attractives. Elles devraient progresser encore, portées à la fois par des hausses de loyers sensibles dans les meilleures zones où l'offre neuve est contrainte et par une baisse des taux de rendement. L'investissement dans des actifs qualitatifs, bien localisés et offrant des revenus sécurisés, proposera donc des appréciations de valeur intéressantes à court terme.

Amsterdam : demande placée, offre, loyer "prime"



Investissements et taux de rendement "prime"



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

128, bd Raspail 75006 Paris - France - Tél. +33 (0)1 73 00 73 00 - Fax +33 (0)1 73 00 73 01 - 480 871 490 RCS PARIS