

IMMOBILIER & PERSPECTIVES

LETTRE TRIMESTRIELLE DE LA FRANÇAISE

N° 25 - Septembre 2016

Achevée de rédiger le 12 | 09 | 2016

REGARD SUR LES MARCHÉS

La croissance reste stable en Europe, à 0,3 % au 2^e trimestre et atteint un niveau de 1,6 % sur un an. Les différents pays de la zone euro ont des bases solides, en atteste le dépassement des estimations de croissance en France et en Allemagne et un bon climat des affaires en Italie, Espagne et au Benelux. La zone euro maintient donc son niveau d'activité, alors que les pays anglo-saxons devraient connaître un ralentissement de leur croissance suite au Brexit. Portée par une consommation des ménages relativement dynamique, en hausse de 1,6 % sur un an, l'économie européenne confirme sa reprise en 2016. L'inflation redémarre aussi. Elle est attendue autour de 0,3 % en 2016 et de 1,2 % en 2017, marquant un coup d'arrêt à la déflation observée au cours du 1^{er} trimestre. La croissance économique de la zone devrait néanmoins pâtir, d'après le président de la BCE, d'une perte de 0,5 point de PIB sur 3 ans. Il atteindrait ainsi 1,4 % en 2017 contre 1,6 % prévu auparavant.

Les marchés financiers ont été dynamisés par les différentes mesures des banques centrales, bien qu'une instabilité financière persiste en raison du Brexit. La Fed a repoussé la remontée de son taux directeur et la Bank of England a déployé un arsenal de mesures monétaires, notamment la baisse de son taux directeur (qui passe de 0,5 % à 0,25 %) et un vaste programme de rachat d'obligations qui atteint environ 500 milliards de Livres. Ces politiques monétaires permettent une diminution de la volatilité à court terme sur les marchés.

Le ralentissement de l'activité s'est confirmé sur les marchés européens de l'investissement en immobilier d'entreprise. Après une entame timide, les volumes ont à nouveau baissé au 2^e trimestre. Bien qu'un léger redémarrage par rapport au 1^{er} trimestre, ils ont atteint 54 Mrds€ au second. Ils reculent ainsi de 17 % depuis le début de l'année. Les raisons de ce repli sont de deux ordres. La baisse la plus significative a été enregistrée au Royaume-Uni, où les investisseurs se sont montrés timides, dans l'attente des résultats du Brexit. En Allemagne, c'est la rareté des produits de qualité mis en vente qui a contraint les volumes. La diversification géographique s'intensifie donc et les engagements se déplacent progressivement vers de nouvelles destinations, les pays nordiques et d'Europe de l'Est en particulier. Seul le marché français tire son épingle du jeu et voit ses investissements progresser sensiblement au 2^e trimestre. Les produits ciblés restent les bureaux et les commerces qui cumulent 65 % des investissements semestriels. Le taux de rendement « prime » moyen pour les bureaux a ainsi de nouveau légèrement baissé. Son reflux est néanmoins nettement moins rapide depuis le 4^e trimestre, malgré les contractions successives observées sur les marchés allemands notamment. Il devrait continuer à reculer à un rythme légèrement plus soutenu dans les prochains trimestres sur les marchés du continent, compte tenu de l'afflux de capitaux additionnels provenant du Royaume-Uni.

On en coasse



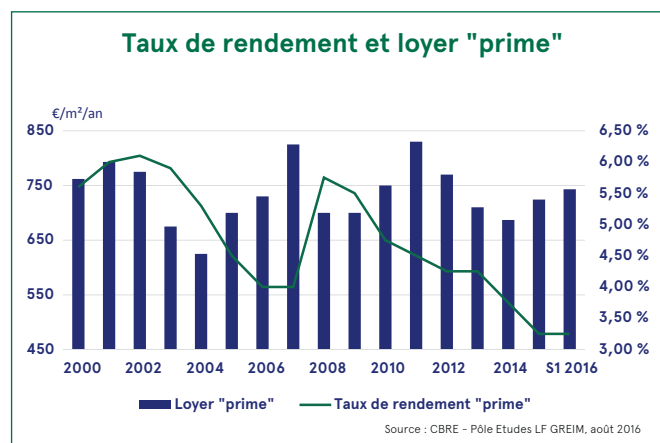
DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE D'ENTREPRISE EN FRANCE

Le marché français de l'immobilier d'entreprise : des marchés immobiliers plus dynamiques

Après un début d'année dynamique, l'économie française a marqué le pas au 2^e trimestre, affichant une croissance atone. La consommation des ménages n'a pas stimulé l'activité, tandis que les investissements des entreprises sont restés modérés. Suite au Brexit, les perspectives de croissances européennes se sont vues altérées. Le choix des Britanniques de quitter l'Union Européenne pourrait coûter entre 0,1 et 0,2 point de PIB à la France cette année, pour une croissance prévue par le FMI de 1,4 % en 2016. Signe néanmoins encourageant, le taux de chômage a légèrement baissé au 2^e trimestre et passe en dessous de la barre symbolique des 10 %.

Le rebond du marché locatif au 1^{er} semestre atteste de l'amélioration lente mais régulière de l'économie française. 1,1 million de m² ont ainsi été commercialisés depuis le début de l'année, en augmentation de 20 % par rapport au 1^{er} semestre 2015. Toutes les tailles de surfaces de bureaux ont profité de cette embellie, mais les grandes transactions dynamisent plus particulièrement les volumes. La demande des grandes entreprises s'est positionnée principalement sur Paris intra-muros et sur le quartier de la Défense. Les zones de la 1^{ère} et la 2^e périphérie connaissent une évolution plus contrastée, enregistrant un repli généralisé des commercialisations. L'offre de bureaux poursuit sa résorption, avec un taux de vacance qui atteint désormais 7 %. Il a fortement diminué dans Paris mais augmente dans les zones les plus éloignées de la capitale. Les locataires privilégient l'accessibilité des bureaux et se positionnent dans les quartiers les mieux desservis par les transports en commun. L'offre de bureaux neufs reflue légèrement car les livraisons sont peu abondantes. En outre, elles sont rapidement absorbées par le marché : elles attirent de nombreux locataires, soucieux d'optimiser l'occupation de surfaces nettement plus flexibles dans les immeubles les plus récents et les mieux localisés. Les valeurs locatives pour les meilleurs biens situés dans le Quartier Central des Affaires de Paris ont légèrement progressé au 2^e trimestre pour s'établir à 765 €/m²/an. Ce phénomène reste néanmoins exclusivement réservé à cette zone spécifique du marché. Les loyers demeurent ainsi globalement sous pression, alors que dans le même temps, les mesures d'accompagnement se stabilisent à un niveau toujours élevé. La priorité est donc à la conservation des locataires, d'autant que le loyer moyen ne devrait se réorienter à la hausse qu'à moyen terme.

Le volume d'investissement s'est bien repris au 2^e trimestre, puisqu'il a atteint 4,9 Mrds€. 8,2 Mrds€ ont ainsi été investis sur l'ensemble du territoire français depuis le début de l'année, en hausse de 10 % par rapport au 1^{er} semestre 2015. Les investissements en commerce ont été particulièrement importants, soutenus par les forts volumes enregistrés durant les trois premiers mois de l'année. Les acquisitions supérieures à 100 M€ ont représenté 50 % du volume total, un niveau comparable à celui observé l'année dernière à la même époque. Les investisseurs français ont animé le marché : ils ont réalisé près des trois quarts des acquisitions au 1^{er} semestre. L'aversion au risque demeure forte puisque plus des deux tiers des transactions se sont portées sur des actifs « core », c'est-à-dire situés dans les zones tertiaires les plus recherchées par les utilisateurs et offrant des revenus locatifs sur le long terme. Pour autant, les investissements réalisés dans Paris, donc bien localisés, ont légèrement diminué : ils représentent 34 % du volume global contre 38 % l'année dernière. La rareté de produits de qualité mis en vente se confirme et contraint, de fait, les volumes. Les taux de rendement « prime » sont restés globalement inchangés ce trimestre à Paris et en Province. Seuls les taux de rendement pour les actifs situés dans les parcs d'activité ont baissé de 25 points de base, après plusieurs années de stabilité. L'arrivée accrue de capitaux, délaissant le Royaume-Uni en cette période post-Brexit pleine d'incertitude, pourrait engendrer de nouvelles contractions de taux d'ici à la fin de l'année.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN ANGLETERRE

Le marché britannique de l'immobilier d'entreprise : un marché en ralentissement

Malgré la perspective du référendum sur l'appartenance du Royaume-Uni à l'Union Européenne, dont nous connaissons aujourd'hui l'issue, la croissance a accéléré au 2^e trimestre 2016. Elle a atteint 0,6 %, portée par une consommation soutenue, après 0,4 % au 1^{er} trimestre. Les effets négatifs du Brexit devraient se faire sentir dès le 2^e semestre 2016 et plus fortement encore en 2017 et impacter tout particulièrement les investissements des entreprises (emploi). Toutefois d'importantes mesures pour soutenir l'activité ont déjà été annoncées, pour une mise en œuvre attendue dès l'automne. Outre la baisse de son taux directeur, une première depuis 2009 (de 0,5 % à 0,25 %), la Bank of England a entamé une vaste opération de rachat d'obligations et a prévu d'octroyer 100 milliards £ supplémentaires aux banques, afin qu'elles soutiennent l'investissement.

Cependant, avant même l'annonce du Brexit, les marchés locatifs et de l'investissement avaient déjà enregistré un affaiblissement de l'activité. Ainsi, après un début d'année relativement dynamique, la demande placée s'est effritée au 2^e trimestre. Avec 240 000 m² commercialisés, elle enregistre son plus bas niveau depuis le 3^e trimestre 2012, en baisse de 22 %. Aucune transaction supérieure à 3 500 m² n'a été recensée ce trimestre, alors que cinq avaient dépassé les 10 000 m² au 1^{er} trimestre. Seule la zone du West-end enregistre une demande placée en hausse sur un an. La disponibilité de surfaces disponibles a à nouveau augmenté, tandis que l'offre neuve a progressé encore plus rapidement, résultat des nombreuses livraisons recensées depuis quelques trimestres. L'offre future est quant à elle conséquente, puisque 450 000 m² sont actuellement en construction, pour une livraison d'ici à fin 2019. Les loyers « prime » sont restés stables au 2^e trimestre, hormis dans les Docklands, où ils sont en légère hausse de 2 %. Les loyers devraient s'orienter à la baisse dès le 2^e semestre, en particulier dans la City, où les livraisons seront les plus abondantes.

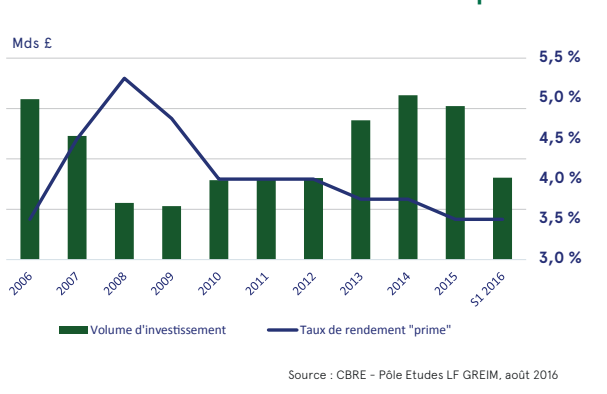
Les investissements enregistrent une nouvelle baisse au 2^e trimestre. Ils subissent le fort attentisme des investisseurs dans la perspective du référendum depuis plusieurs mois. L'activité des investisseurs britanniques s'est avérée très réduite. Ils ont procédé à de nombreuses mises en vente et ont alimenté un marché, majoritairement animé par les investisseurs étrangers, qui réalisent 73 % du volume total. Les taux de rendement « prime » sont demeurés inchangés depuis cinq trimestres, résultat d'une demande investisseurs moins soutenue et de mises en vente plus importantes depuis un an. L'attentisme des investisseurs

devrait perdurer et engendrer une baisse des acquisitions au 2^e semestre. Les taux de rendement devraient ainsi remonter dès la fin de l'année, en particulier sur les actifs « prime ». Les valeurs vénales pourraient ainsi baisser dans les prochains mois. Le Brexit devrait ainsi avoir un impact assez marqué à court-terme sur le marché de l'immobilier d'entreprise, à Londres en particulier. Pour les investisseurs étrangers, l'ajustement des prix sera amplifié par la dépréciation de la Livre, restaurant ainsi la compétitivité du marché à moyen terme. Les transactions devraient ainsi redémarrer en fin d'année 2017 et plus franchement à partir de 2018, entraînant une re-compression progressive des taux de rendement « prime ». Grâce à ses fondamentaux solides mais aussi à la forte réactivité de l'économie et du marché britannique (compétitivité fiscale ?), Londres devrait avoir traversé relativement rapidement cette zone de turbulence et retrouvé sa position de marché prédominant en Europe à sa sortie officielle de l'Union Européenne.

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

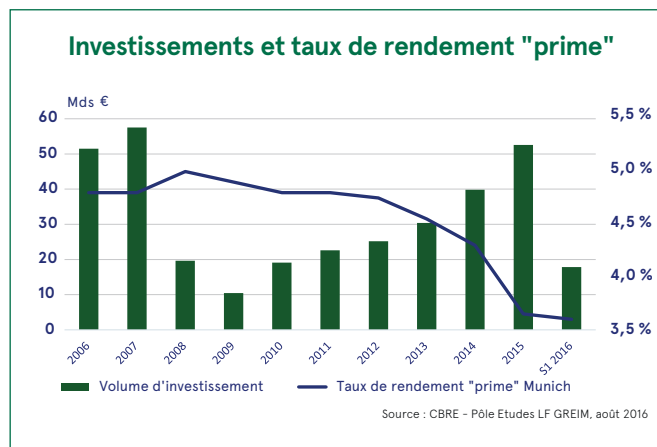
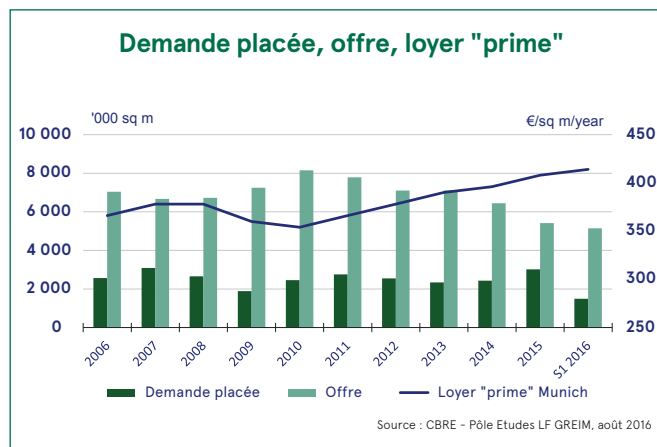
L'économie allemande a progressé de 0,7 % au 1^{er} trimestre 2016, un record depuis deux ans, portée par une consommation des ménages soutenue et une hausse des investissements dans le domaine de la construction notamment. Le 2^e trimestre a été un peu moins actif, avec une croissance du Produit Intérieur Brut de 0,4 %. L'Allemagne devrait pâtir du Brexit et enregistrer une progression plus faible de son PIB, de 1,7 % en 2016 et 1,5 % en 2017.

Dans les sept principaux marchés allemands, le volume de transactions locatives a enregistré une nouvelle progression au cours du 2^e trimestre. L'activité économique robuste soutient le marché de l'emploi et conduit les entreprises à déménager dans des surfaces de bureaux plus importantes. Les commercialisations ont ainsi atteint 1,79 millions de m² au 1^{er} semestre, en hausse de 9 % par rapport au 1^{er} semestre 2015. Elles ont été particulièrement nombreuses à Berlin et à Munich. L'absorption nette, qui permet de mesurer la différence entre les surfaces libérées par rapport à celles prises à bail, est nettement positive et atteste de la forte expansion des entreprises. L'offre continue à baisser, avec un taux de vacance moyen qui atteint 6,2 %, son niveau le plus bas depuis dix ans. Malgré une reprise des mises en chantier cette année, les livraisons futures sont contenues et permettent aux loyers des meilleurs immeubles d'augmenter à nouveau. Ils sont en hausse à Düsseldorf, Munich et Stuttgart et augmentent encore plus fortement à Berlin. Ils devraient poursuivre leur progression dans les prochains trimestres.

Les marchés allemands ont accusé un recul sensible des investissements au 1^{er} semestre. Le volume des transactions a ainsi atteint 18 Mrds€, en baisse de 25 % par rapport au 1^{er} semestre 2015, confirmant le phénomène de rareté des mises en vente sur les principales métropoles. Les opérations de grande taille ont fortement diminué. Les volumes ont ainsi exclusivement progressé sur la logistique. L'appétit des investisseurs pour ce marché offrant des performances intéressantes et récurrentes perdure pourtant. A l'instar des anticipations formulées pour le marché français, il pourrait même être intensifié par le Brexit, puisque les acteurs devraient se concentrer sur les villes qui offrent les revenus locatifs les plus sécurisés. Les taux de rendement « prime » pour les bureaux se sont contractés de manière significative au cours des trois derniers mois. En moyenne, ils s'établissent à 3,93 % et passent pour la première fois sous la barre des 4 %. Ils baissent sur l'ensemble des grands marchés

allemands. Le taux de rendement « prime » à Munich est désormais inférieur à celui de Londres et tout proche de celui de Paris.

La croissance économique devrait rester robuste en 2016. Le taux de chômage pourrait ainsi poursuivre son repli, mais de manière moins marquée qu'au cours des dernières années, malgré l'arrivée d'un très grand nombre de migrants en Allemagne. L'offre devrait à nouveau refluer et la demande émanant des entreprises s'intensifier. Les livraisons futures resteront peu abondantes. Les valeurs locatives devraient ainsi poursuivre leur progression. Les volumes d'investissement devraient accélérer au 2^e semestre, soutenus par quelques très grandes transactions de portefeuille notamment. Bien qu'en baisse régulière depuis plusieurs trimestres, les taux de rendement « prime » devraient poursuivre leur contraction, y compris sur les marchés plus secondaires, sur les actifs de commerce notamment. Les valeurs vénales devraient donc encore augmenter au cours des prochains trimestres.



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

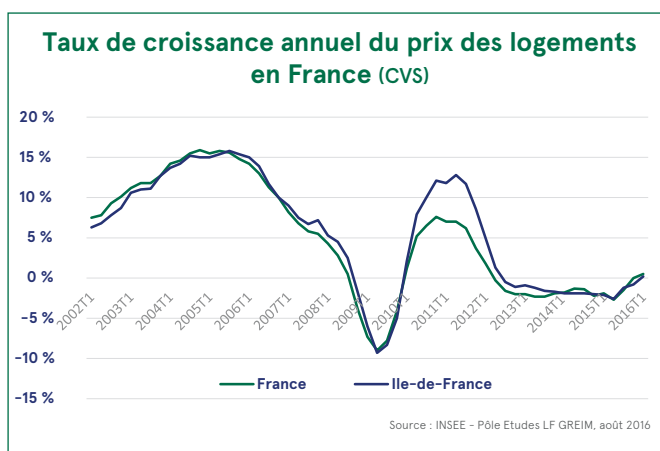
Le nombre de ventes de logements neufs réservés au cours du 1^{er} trimestre est en progression de 15 % par rapport au 1^{er} trimestre 2015 pour atteindre 28 562, un record depuis la fin de l'année 2011. Ce net rebond s'explique par les nombreux avantages qu'offre aujourd'hui l'investissement dans le neuf. Le PTZ, qui a été accordé à 19 000 acheteurs durant le 1^{er} trimestre, a fortement soutenu la reprise. Les transactions ont ainsi progressé de 20 % par rapport à l'année passée pour les futurs propriétaires occupants. Les mises en chantier de logements neufs ont progressé de 3,8 % sur la période allant de mars à mai comparé à l'année précédente, tandis que les permis de construire ont quant à eux bondi de 12 %, à 99 600 unités, sur la même période. Par ailleurs, environ 385 000 logements devraient être construits en 2016, en augmentation de 10 %. Sans surprise, l'Île-de-France tire les chiffres nationaux de la construction vers le haut, avec une progression de 26 %, pour 67 800 mises en chantier prévues sur 12 mois. Des dispositifs d'état avantageux (PTZ, Dispositif Pinel) et des taux d'intérêt d'emprunt, qui ont atteint un point bas en juin à 1,60 % en moyenne, sont autant de facteurs qui soutiennent la reprise désormais robuste du marché des logements neufs.

Le redémarrage du marché locatif privé se confirme. Après une année 2015 soutenue, le nombre de nouvelles locations et relocations croît toujours rapidement de 9 % en glissement annuel sur les cinq premiers mois de l'année. Durant la même période, les loyers ont progressé de 0,6 % en moyenne. Néanmoins, ils baissent toujours dans 41 % des villes de plus de 100 000 habitants et stagnent ou ne progressent que très légèrement par rapport à l'inflation dans près de 26 % de ces villes. La mobilité résidentielle s'établit à 30,8 % à fin mai et retrouve un niveau comparable à celui constaté avant la grande dépression des années 2008-2009. Un environnement économique plus favorable conduit les ménages à améliorer leur condition de logements, ainsi que la baisse des loyers observée l'année dernière. L'effort d'amélioration d'entretien remonte de 26 % cette année pour atteindre 16 % mais reste bien en deçà des niveaux de 2012 et 2013 quand plus de 30 % des logements étaient reloués après travaux. Cette faible évolution est inquiétante quant à la dégradation du parc. Il est à craindre que la mise en œuvre de la loi sur la transition énergétique ne soit guère suffisante pour inciter les propriétaires à améliorer ce

point. En outre, l'instabilité fiscale et réglementaire reste décourageante pour beaucoup de propriétaire bailleurs et l'encadrement des loyers, élargi à de plus en plus de communes, risque de les dissuader d'engager des travaux, surtout si le marché de la transaction demeure dynamique.

La reprise du volume annuel de transactions sur l'ancien se poursuit au 1^{er} trimestre 2016 : en mars, le nombre de transactions sur les douze derniers mois est estimé à 818 000 contre 802 000 en décembre 2015, soit une progression de 2 %. Au 1^{er} trimestre 2016, les prix des logements anciens ont augmenté pour le troisième trimestre consécutif, à +0,7 %. En rythme annuel, ils progressent pour la première fois depuis début 2012, de 0,5 % entre avril 2015 et mars 2016. En Île-de-France, les prix se redressent légèrement au 1^{er} trimestre 2016, de 0,3 % après une baisse continue depuis mi-2012. Cette progression est principalement due à la hausse des prix des maisons, puisque le prix des appartements reste stable. En province, après une hausse consécutive de trois trimestres, l'augmentation des prix s'accélère, de 0,9 % sur le 1^{er} trimestre 2016 par rapport trimestre précédent. Les indicateurs avancés des notaires franciliens anticipent une augmentation de 2,2 % pour le prix au m² à Paris, dans les prochains trimestres. En région, il ne devrait augmenter que de 1 % en moyenne.

Les prix devraient repartir à la hausse pour les logements neufs et confirmer leur redémarrage progressif pour les logements anciens. Les loyers de marché devraient, quant à eux, se stabiliser au 2^e semestre.



Brexit : Quels impacts sur nos marchés ?

Événement largement inattendu, le Brexit a bouleversé la sphère politique britannique, avec des effets secondaires substantiels pour les marchés financiers internationaux et de lourdes conséquences stratégiques à long terme. L'Union Européenne est ainsi amputée d'environ 13 % de sa population et de 18 % de son PIB.

Sur les marchés financiers, la conséquence la plus notable de l'annonce du Brexit a été l'effondrement généralisé des taux d'intérêt sur les emprunts d'État à 10 ans : 30 points de base dans la zone euro, 40 points de base aux États-Unis et 60 points de base au Royaume-Uni. A l'instar des mouvements observés lors de la crise financière de 2009 notamment, cet intérêt pour les taux longs témoigne d'une aversion au risque une nouvelle fois exacerbée

Malgré les incertitudes liées au Brexit, nous pensons que les impacts demeureront globalement limités sur la zone euro. D'un point de vue macroéconomique, l'activité est principalement soutenue par la demande interne. La croissance sera probablement ralentie, mais faiblement, puisque le commerce extérieur avec le Royaume-Uni représente seulement 3 % du PIB de la zone euro. Les prévisions ont ainsi été abaissées à la marge de 1,6 % à 1,5 % pour l'année en cours, de 1,6 % à 1,4 % pour 2017.

Au Royaume-Uni, les effets pourraient être nettement plus dévastateurs. Une importante perte de confiance des ménages britanniques, des sociétés et des investisseurs est à redouter. Elle entraînerait une augmentation de l'épargne, qui se traduirait par une baisse de la consommation et des investissements des entreprises. Les prévisions de croissance y ont ainsi été nettement revues à la baisse, à 1,4 % contre 1,9 % avant le Brexit. Sur le marché immobilier britannique, les prix devraient enregistrer une baisse, après des années de forte augmentation. La capitale britannique, qui compte une très forte présence d'entreprises internationales désireuses d'échanger dans la monnaie européenne pourrait être tout particulièrement impactée. Les marchés régionaux, dont l'activité locative s'appuie sur des utilisateurs plus nationaux voire locaux, subiraient de manière moins importante, les effets du Brexit.

Nous n'anticipons pas de contagion des évolutions attendues outre-manche sur les marchés de la zone euro. Sur le continent, les équilibres entre l'offre et la demande sont plus sains et les prix, bien qu'en progression régulière depuis plusieurs années, plus raisonnables. La demande des entreprises a gagné en dynamisme depuis quelques trimestres. Elle pourrait être soutenue par la relocalisation de certaines entreprises sur le continent. Parallèlement l'offre poursuit sa résorption. Les surfaces neuves disponibles, plus spécifiquement recherchées par les sociétés de la nouvelle économie, actuellement en forte expansion sont rares dans les principaux marchés du continent.

Les marchés de l'investissement devraient également bénéficier d'un report des capitaux investis à Londres vers les marchés les plus profonds et les plus liquides du continent. La France et l'Allemagne devraient ainsi jouir d'une remontée sensible des valeurs vénales pour les actifs bien localisés. De nouvelles contractions anticipées des taux de rendement et des augmentations localisées des loyers devraient ainsi être observées. La prime de risque restera très favorable à l'immobilier car le Brexit laisse présager d'une persistance de taux bas pour une période encore plus longue que celle anticipée avant le référendum. Les taux de rendement « prime » devraient rester durablement bas sur les marchés allemands, qui se positionnent comme le pays « refuge » pour l'investissement en immobilier commercial en Europe (préservation du capital).

Véritable saut dans l'inconnu, le Brexit pourrait ne pas être un événement isolé. D'autres échéances politiques importantes sont prévues dans l'Union européenne au cours des prochains mois : le référendum en Italie en novembre 2016, les élections présidentielles en France et les élections fédérales en Allemagne en 2017. Espérons que le résultat de ces différentes consultations ne ralentira pas une reprise économique déjà bien timide.

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.la-francaise.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