

IMMOBILIER & PERSPECTIVES

LETTRE TRIMESTRIELLE DE LA FRANÇAISE

N° 26 - Décembre 2016

Achevée de rédiger le 14 | 12 | 2016

REGARD SUR LES MARCHÉS

Après le choc du Brexit, l'élection de Donald Trump lors des récentes élections américaines a, à nouveau, secoué la planète. Tout à fait inattendue, cette victoire du Républicain a également surpris par son ampleur, puisqu'il a emporté une large adhésion à la fois du peuple et des grands électeurs américains. Les marchés financiers ont vite réagi. Les bourses mondiales ont reculé dès le nouveau président connu, au Japon en particulier et, dans une moindre mesure, en Europe. De même, les taux longs sont sensiblement remontés aux Etats-Unis, plus modérément dans les pays européens.

Après quelques semaines, les slogans de campagne de Donald Trump ont laissé place à un discours plus mesuré et la baisse des marchés boursiers n'aura finalement été qu'un soubresaut. Bien plus, d'importants capitaux se sont déplacés vers les places boursières américaines. Les marchés anticipent en effet une croissance plus soutenue aux Etats-Unis, portée par la relance économique proposée par le nouveau Président, mais celle-ci devrait s'accompagner d'une forte hausse de la dette du pays et par ricochet de l'inflation. Les rendements des taux longs sont ainsi toujours orientés à la hausse.

Sur les marchés européens, la hausse des taux longs s'est d'abord tempérée. Ils sont désormais en repli. Cette tendance reflète bien un environnement macro-économique nettement moins porteur, marqué par une croissance globalement molle et un taux de chômage élevé. De plus, Mario Draghi a apaisé les marchés en indiquant que la Banque Centrale Européenne pourrait prolonger ses rachats d'obligations. Les taux longs devraient par

conséquent continuer à refluer, sans toutefois retrouver leurs niveaux de ces derniers mois.

Sur les marchés européens, les investissements ont accusé un nouveau recul au 3^e trimestre. Ils demeurent néanmoins robustes et atteignent 163Mds€ depuis le début de l'année. Le choix du Brexit opéré par les Anglais détourne actuellement les investisseurs du Royaume-Uni et y fait fortement chuter les volumes. Sur le continent, les engagements progressent et semblent d'ores et déjà bénéficier de la sortie annoncée des Britanniques de l'Union Européenne. Ainsi, ils se concentrent plus fortement sur les principaux marchés, la France et l'Allemagne en particulier, où ils ont augmenté trimestre après trimestre depuis le début de l'année. Les marchés nordiques, certes plus étroits mais considérés comme matures, attirent également de plus en plus de capitaux. Ce nouveau rééquilibrage des investissements au profit des marchés continentaux établis pourrait s'accroître en fin d'année et courant 2017. De même les produits dits de diversification profitent d'un engouement accru de la part des investisseurs à la recherche de rendements plus élevés que ceux proposés par les actifs traditionnels, comme les bureaux ou les commerces. Ces derniers attirent ainsi 64 % des montants investis sur les trois premiers trimestres de 2016, contre plus de 70 % en 2015 et pâtissent d'une rareté des mises en vente, tant les problématiques de réinvestissement sont aigües. Les taux de rendement « prime » enregistrent une nouvelle baisse dans les principales villes de la zone euro. Ils se sont en revanche réorientés à la hausse à Londres. Ces tendances contradictoires devraient s'accroître au cours des prochains trimestres.

On en coasse



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE D'ENTREPRISE EN FRANCE

Le marché français de l'immobilier d'entreprise : un marché locatif plus dynamique mais pas de redémarrage des loyers

La croissance de l'économie française a légèrement augmenté de 0,2 % au 3^e trimestre 2016, après l'inflexion de 0,1% observée au 2^e trimestre. Outre la sortie de l'Union Européenne du Royaume-Uni et la série d'attentats qui a fortement impacté le tourisme, la consommation des ménages stagne pour le deuxième trimestre consécutif et remet en cause les perspectives de croissance annoncées en début d'année. Ainsi, l'estimation de progression annuelle du PIB par Rexecode est revue à la baisse à 1,3 % contre 1,6 % annoncé en janvier. En revanche, la situation du marché du travail s'est améliorée au 2^e trimestre 2016, puisque le chômage est en légère diminution depuis début octobre 2015, une première depuis 2008. Pour l'année 2017, Rexecode annonce une croissance plus contenue, proche de 1,1 %.

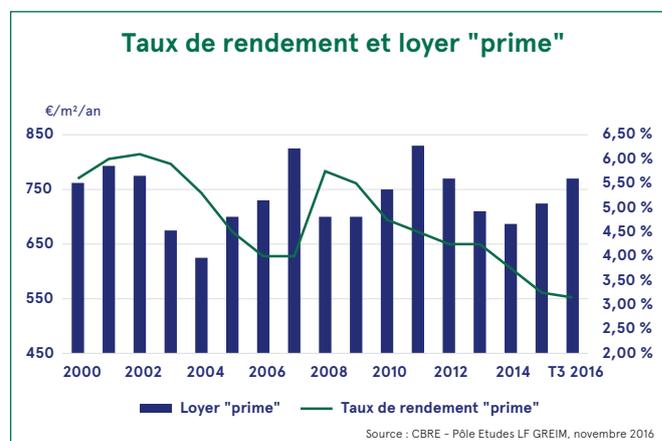
Le marché locatif des bureaux a confirmé son redémarrage au 3^e trimestre en Ile-de-France. Les commercialisations de surfaces ont concerné 592 000 m² durant l'été, en légère progression de 4 % par rapport au 3^e trimestre 2015. Depuis le début de l'année, elles ont totalisé 1,7 million m² et progressent de 15 % par rapport aux trois premiers trimestres de 2015. L'amélioration de l'environnement macro-économique se manifeste ainsi véritablement sur le marché locatif. Plusieurs grandes transactions, en retrait depuis le début de l'année, se sont ainsi concrétisées durant l'été, à la Défense et dans Paris en particulier. Les commercialisations de petites et moyennes surfaces sont restées stables, à un niveau satisfaisant. L'offre s'est considérablement réduite dans les zones où les volumes de commercialisations ont été les plus élevés. Ainsi, le taux de vacance est nettement inférieur à 4 % dans Paris. Il est passé de 6,8 % à 6,4 % au cours du 3^e trimestre sur l'ensemble de l'Ile-de-France mais reste conséquent dans le Croissant Ouest et en 1^{re} périphérie. Le lancement de plusieurs projets de bureaux durant l'été devrait néanmoins interrompre la baisse du taux de vacance en 2017.

Les valeurs locatives « prime » sont restées globalement stables ce trimestre. Le loyer moyen a enregistré une légère progression, mais celle-ci repose sur les augmentations observées dans deux zones de marché, le Quartier Central des Affaires parisien et le Croissant Ouest. Ailleurs, les loyers sont en phase de stabilisation mais toujours plutôt orientés à la baisse dans les zones où les surfaces disponibles sont nombreuses. Les mesures d'accompagnement demeurent élevées sur l'ensemble de

l'Ile-de-France mais montrent des signes de reflux dans les meilleures zones de Paris intra-muros. Le loyer moyen devrait se stabiliser au cours des prochains trimestres.

Les investissements sont restés conséquents au cours du 3^e trimestre. Depuis le début de l'année, 15,4 Mds€ ont été investis en immobilier d'entreprise sur l'ensemble du territoire. Les mises en vente d'actifs de bonne facture technique, bien localisés et commercialisés à des locataires de qualité ont été à nouveau contenues ce trimestre. Les engagements se sont donc portés sur des biens au profil de risque plus élevé : seules 60 % de transactions ont concerné des actifs aux revenus sécurisés dits « core ». Les bureaux ont à nouveau nettement dominé les volumes, soutenus par quelques grandes transactions enregistrées à la Défense notamment. Les engagements en commerces ont, quant à eux, accusé un recul sensible puisqu'aucun centre commercial n'a été échangé ce trimestre.

Après trois trimestres de stabilité, les taux de rendement « prime » ont repris leur contraction pour les bureaux et les commerces de pieds d'immeuble. Les liquidités prêtes à se positionner sur le marché ne se tarissent pas, bien au contraire, d'autant que les taux d'emprunt d'Etat proposent des rendements toujours très faibles. Les meilleurs emplacements en commerces dans Paris affichent désormais des taux inférieurs à 3 %. Sur l'ensemble de l'année, les investissements devraient atteindre un volume de 24 Mds€, équivalent à celui enregistré en 2015. Les taux de rendement « prime » devraient rester stables au 4^e trimestre mais pourraient se contracter à nouveau en 2017.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN ANGLETERRE

Le marché britannique de l'immobilier d'entreprise : première remontée des taux de rendement « prime »

La croissance de l'économie anglaise est demeurée dynamique au 3^e trimestre, avec une progression de 0,5 %. La consommation soutient toujours l'activité, d'autant qu'elle est dynamisée par un nombre accru de touristes en visite dans le Royaume, attirés par une Livre Sterling dépréciée. Les effets négatifs du Brexit pourraient se manifester en 2017. Le sensible recul anticipé des investissements des entreprises pourrait engendrer une remontée du chômage. Il sera néanmoins atténué par plusieurs mesures destinées à soutenir la croissance qui entreront en vigueur avant la fin de l'année 2016.

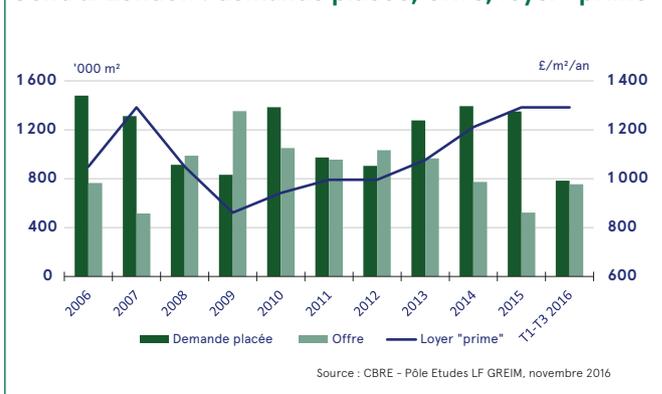
Le marché des bureaux a pour l'instant bien résisté, même s'il alterne les bons et les moins bons résultats depuis le début de l'année. Le 3^e trimestre a été marqué par un net rebond de la demande placée : avec près de 300 000 m² commercialisés durant l'été, elle progresse de 21 % sur la base d'un faible 2^e trimestre. Quelques grosses transactions, initiées avant le Brexit, soutiennent les commercialisations. Les entreprises des nouvelles technologies dynamisent les volumes. Elles se positionnent sur des immeubles neufs et connectés et représentent un tiers des commercialisations recensées depuis le début de l'année. La progression régulière de l'offre, à l'œuvre depuis six trimestres, s'est poursuivie. Avec près de 650 000 m² livrés cette année, les constructions sont plus nombreuses dans les quartiers-phare du West End et de la City. La hausse de la vacance est particulièrement élevée pour les surfaces de 2nde main, tandis que les immeubles neufs sont rapidement absorbés par le marché. Les loyers « prime » sont restés stables au 3^e trimestre.

Les investissements ont accusé une nouvelle baisse sensible pendant l'été (-36 %). Les acquisitions de bureaux à Londres ont même reculé de 61 %. Les investisseurs internationaux, asiatiques et américains notamment, sont demeurés très actifs, puisqu'ils représentent 81 % des volumes recensés au 3^e trimestre. Leur capacité à investir s'est retrouvée accrue par la dépréciation de la Livre. De plus, les mises en vente ont été plus nombreuses. Les taux de rendement « prime » pour les bureaux ont ainsi enregistré leur première remontée depuis la baisse initiée au 3^e trimestre 2009. Cette hausse est observée à Londres et dans quelques marchés régionaux. Dans un contexte de stabilité des loyers, cette hausse des taux de rendement engendre une baisse des valeurs vénales pour les meilleurs actifs.

La croissance de l'économie anglaise, dynamique jusqu'ici, devrait s'étioler dans les prochains mois et les créations

d'emploi ralentir sensiblement. L'attentisme issu de la sortie du Royaume-Uni des instances européennes devrait se matérialiser par un recul de la demande placée. Dans le même temps, l'augmentation programmée de l'offre pèsera sur les loyers. Ils devraient reculer dans les principales zones de marché en 2017 et baisser de manière plus marquée et généralisée en 2018. La remontée des taux de rendement « prime » au 3^e trimestre marque le début de l'ajustement du marché. Les valeurs vénales devraient continuer à fléchir, résultat de la poursuite de la remontée des taux de rendement « prime » et de la baisse à venir des loyers. Ce repli demeure néanmoins lié à un environnement politique très incertain et ne remet aucunement en cause les atouts du marché britannique : les fondamentaux restent structurellement solides et garantissent aux investisseurs transparence et liquidité. En outre, la forte réactivité de l'économie permet d'anticiper un rebond rapide de l'activité. Amplifiée par la dépréciation de la livre, la baisse des prix pourrait donc générer à moyen terme d'intéressantes opportunités 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 : un marché immobilier en très bonne santé

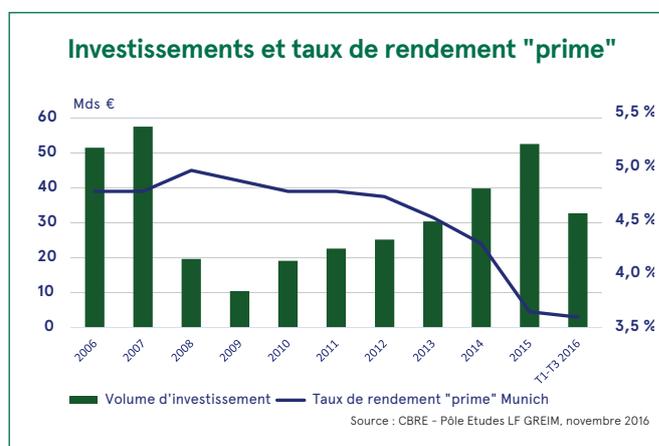
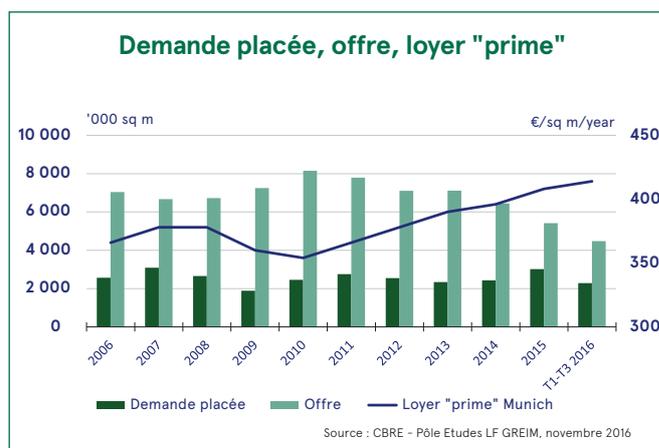
Malgré une croissance de 0,2 % au 3^e trimestre, l'économie allemande affiche toujours des perspectives très prometteuses. La consommation et les dépenses publiques demeurent dynamiques et les nouvelles créations d'emploi enregistrées durant l'été laissent présager d'un PIB en progression sensible sur l'ensemble de l'année. Le gouvernement allemand a ainsi revu les prévisions de croissance pour 2016 à 1,8 %, contre 1,6 % précédemment. Les instituts économiques parient eux sur une progression plus forte encore, à 1,9 %. Malgré le ralentissement observé au 3^e trimestre, l'Allemagne est plus que jamais le principal moteur de la zone euro.

Dans les sept principaux marchés allemands, la dynamique s'est encore accélérée, avec 1,1 million m² de surfaces de bureaux pris à bail au 3^e trimestre. Les grandes transactions de plus de 10 000 m² ont fortement soutenu la demande placée : elles représentent près de la moitié de l'activité recensée en 2016. Elles illustrent à la fois la bonne santé des entreprises qui embauchent et recherchent des surfaces plus importantes, et la volonté des utilisateurs de rassembler leurs différentes entités sur un site unique, pour optimiser leur consommation de surfaces. Depuis le début de l'année, 2,9 millions m² ont été commercialisés, un volume en hausse de 12,5 %. Le taux de vacance a poursuivi son repli pour s'établir à 6 %, son plus bas niveau depuis 2002. Les nouvelles constructions ont été plus abondantes depuis janvier, mais seules 16 % de ces surfaces sont vacantes à leur livraison. L'offre neuve demeure ainsi contrainte. La vitalité de la demande, combinée à la rareté des bureaux qualitatifs disponibles, a engendré de nouvelles hausses de loyers sur la quasi-totalité des marchés.

Après un 1^{er} semestre timide, le marché de l'investissement a nettement rebondi durant l'été, atteignant un volume de 14,7 Mds€. Trente-huit opérations de plus de 100 millions euros ont été recensées durant le seul 3^e trimestre contre vingt-neuf au 1^{er} semestre. La solidité persistante de l'économie allemande attire de très nombreux capitaux, qui se positionnent de plus en plus sur des villes de moindre taille et sur des produits plus diversifiés. La part des montants investis dans les sept plus importants marchés a ainsi baissé ces derniers mois, même si 80 % des engagements en bureaux sont réalisés dans ces principaux bassins d'emploi. Les opérations concernant d'autres produits immobiliers (commerces, logistique, hôtels, résidences gérées) se multiplient, car ils proposent des rendements plus élevés. Les taux de rendement « prime » pour les bureaux localisés dans les

grandes métropoles sont en baisse et désormais inférieurs à 4 % (hormis à Düsseldorf et à Francfort), le plus faible, 3,30 %, étant observé à Munich.

Après une année 2016 dynamique, la croissance devrait fléchir en 2017, freinée par le recul des exportations à destination du Royaume-Uni en particulier. L'économie progresserait ainsi de 1,2 % l'année prochaine. Le taux de chômage devrait néanmoins se stabiliser à un niveau bas. La demande placée pourrait atteindre 3,8 millions m² sur l'ensemble de l'année 2016 et dépasser ainsi son record enregistré l'année dernière. Le taux de vacance devrait terminer l'année autour de 5,8 % et remonter légèrement en 2017, contribuant à une meilleure fluidité du marché. Les loyers devraient encore augmenter au cours des prochains trimestres. Leur progression, combinée à des taux de rendement « prime » toujours fortement sous pression, devrait engendrer de nouvelles appréciations des valeurs vénales.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE RÉSIDENTIELLE EN FRANCE

Le marché français de l'immobilier de logement : des prix en progression pour le neuf et l'ancien

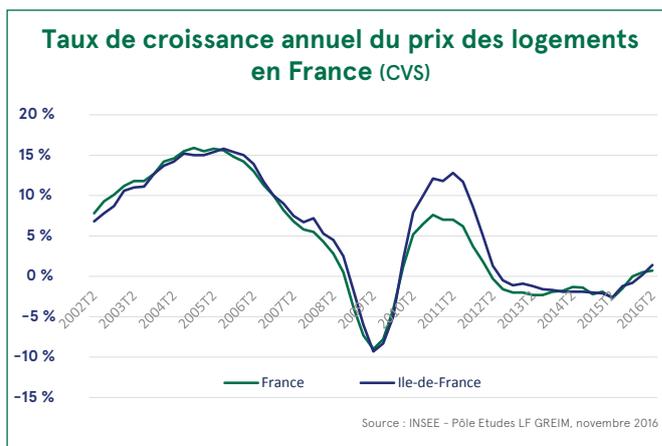
Le marché résidentiel a confirmé son redémarrage ce trimestre. En juin les ventes de logements neufs ont concerné 113 000 unités sur un an, un niveau supérieur de 5 % à celui observé au cours des dix dernières années. Le rebond constaté depuis janvier s'explique par les dispositifs étatiques forts accordés aux particuliers souhaitant profiter d'avantages fiscaux en investissant dans des logements neufs, ou accéder à la propriété. D'une part, le dispositif Pinel a été très largement apprécié des particuliers acquérant un bien en vue de le louer. D'autre part, le PTZ (Prêt à Taux Zéro) a permis aux primo-accédants d'acquérir plus facilement leur résidence principale. Le gouvernement s'est engagé à prolonger et même à renforcer ces mesures afin de soutenir le marché. Les mises en chantier se situent toujours à un niveau inférieur à ceux constatés depuis 2004, mais progressent sensiblement. Ils atteignent 106 800 en juin 2016, en hausse de 11 % par rapport à juin 2015. Le prix des logements neufs augmente globalement en France (+1 %), Paris intra-muros enregistrant une progression soutenue de près de 3 % en octobre sur un an. Les prix varient de manière parfois sensible en fonction du type de logement : si les studios et deux-pièces voient leur prix augmenter de respectivement 9,4 % et 3,4 %, les prix des appartements de 4 et 5 pièces diminuent de 10 % en moyenne.

Le marché locatif privé confirme sa reprise, malgré un hiver morose. Après la baisse des loyers observée au 1^{er} trimestre 2016 (-0,8 %), les loyers sont repartis nettement à la hausse. Ils atteignent 0,5 % entre janvier et août 2016 et compensent ainsi la baisse ressentie durant les premiers mois de l'année. Depuis quatre ans, les loyers semblent décrocher : ils augmentent en moyenne moins que l'inflation, de 0,2 % par an contre 0,4 % pour l'inflation. A l'échelle nationale, la mobilité résidentielle est à son plus haut niveau depuis 1998 à 31,5 %. L'effort d'amélioration des logements proposés à la location s'intensifie en 2016 après deux années à des niveaux très bas (en moyenne 16,25 %) et s'établit à 18,5 %. Il reste bien inférieur aux taux constatés depuis 1998 (en moyenne 23 %). Ce faible niveau laisse entrevoir une baisse de la qualité du parc locatif. De plus, l'élargissement de l'encadrement des loyers risque de décourager le maintien actif de l'entretien du patrimoine des propriétaires.

Le marché de l'immobilier ancien confirme son embellie observée depuis fin 2015. Les transactions retrouvent les niveaux historiquement élevés de 2006 avec 843 000

transactions référencées entre août 2015 et août 2016. Cette augmentation très marquée s'explique principalement par le taux de crédit immobilier très bas (1,41 % sur 15 ans) et par la reprise économique, qui bien que timide, a engendré des créations d'emplois, synonymes de mobilité géographique intra-nationale. Si le prix de l'ancien a diminué légèrement depuis 2012, les prix rebondissent sensiblement aussi bien en Province qu'en Île-de-France. En effet, ils ont augmenté de 0,7 % en France entre le 2^e trimestre 2015 et le 2^e trimestre 2016, après la hausse de 0,5 % constatée entre le 1^{er} trimestre 2015 et le 1^{er} trimestre 2016. En Île-de-France, ils sont également orientés à la hausse depuis janvier 2015 et atteignent 1,4 % au 2^e trimestre 2016 sur un an.

L'environnement macro-économique ne devrait guère s'améliorer dans les prochains mois. Pour autant, le redémarrage de l'immobilier résidentiel ne devrait pas être remis en cause. En effet, les signes de reprise se confirment sur les derniers mois et le redémarrage de la construction devrait se consolider en 2017. Ainsi, le maintien du dispositif Pinel et l'élargissement des zones de PTZ annoncé par le gouvernement permettront de soutenir les marchés du neuf et de l'ancien en 2017. De même, les taux de crédit devraient rester faibles. Ces perspectives laissent entrevoir une augmentation sensible des prix des logements neufs (supérieure à 2 % par an) ainsi qu'une stabilisation du nombre de ventes d'ici à fin 2017. Les prix dans l'ancien devraient progresser d'ici à la fin de l'année. Leur augmentation devrait ainsi atteindre 1 % en France et 1,8 % à Paris en 2016.



Prime à la qualité

Durant des décennies, la hausse des prix de l'immobilier d'entreprise a été majoritairement générée par la progression des loyers, issue d'une inflation continue. L'indexation permettait de capter des revenus locatifs en augmentation régulière, à condition que les biens soient loués. Synonyme de croissance économique, l'inflation est désormais faible voire inexistante, depuis le krach financier de fin 2007.

La crise de la dette souveraine survenue en 2010 a plongé l'ensemble des marchés dans une nouvelle ère, marquée par la baisse ininterrompue des taux financiers. Cette contraction a été particulièrement sensible pour les taux d'emprunts d'Etat dits sans risque, considérés comme valeur-refuge pour les plus solides d'entre eux en ces périodes troublées. Leur repli a impacté par ricochet l'ensemble des classes d'actifs. Ainsi, la financiarisation de l'immobilier, en marche depuis plus de deux décennies, s'en est trouvée fortement accélérée. L'investissement immobilier a bénéficié ces dernières années d'un engouement inédit de la part d'acteurs financiers traditionnellement enclins à investir sur des classes d'actifs plus banalisées (obligations, actions).

L'attractivité de l'immobilier s'est encore accentuée depuis 2014 car il offre des taux de rendement supérieurs à ceux des autres classes d'actifs pour une volatilité globalement plus faible. La tangibilité de la pierre rassure et la régularité des revenus locatifs perçus sur les meilleurs actifs a convaincu bon nombre d'investisseurs de réallouer une partie de leurs capitaux sur cette classe d'actifs. Plus de 500 Mds€ ont ainsi été investis sur les marchés européens au cours des deux dernières années avec, pour conséquence, une baisse régulière des taux de rendement locatif. Les statistiques sont éloquentes. Depuis la fin de l'année 2007, le taux de rendement « prime » pour les bureaux parisiens a enregistré six trimestres consécutifs de hausse liée à la crise financière, puis trente trimestres de baisse. Et ce cycle baissier ne semble ne pas vouloir s'interrompre... Cette nouvelle réalité a entraîné une appréciation forte et rapide des valeurs vénales.

Avec l'élection de Donald Trump, les taux sans risque européens sont récemment remontés, en ligne avec la hausse observée aux Etats-Unis. Ils demeurent néanmoins à un niveau faible et devraient rapidement se stabiliser autour de 1%. Bien que nous anticipions une poursuite de la baisse des taux de rendement immobiliers compte tenu des liquidités toujours très abondantes sur le marché, celle-ci sera plus contenue que par le passé.

Les deux moteurs historiques de valorisation de l'immobilier marquent donc le pas. La nécessité de comprendre les tendances de marché, à la fois structurelles et conjoncturelles, influant sur la progression des prix est donc essentielle. Outre les événements économiques et politiques, le décryptage des cycles très longs et la manière dont ils impacteront durablement les comportements immobiliers sont au cœur de notre dispositif. Les résidences seniors, par exemple, requièrent une étude approfondie des mouvements démographiques et migratoires pour comprendre les besoins spécifiques d'une population vieillissante, en termes de services notamment, et les localisations qu'elle privilégiera. Pour les bureaux, plusieurs tendances de fonds impactant la consommation même de surfaces sont en marche. Dans un souci de réduction des coûts, les entreprises tentent systématiquement de densifier leurs surfaces : elles prennent à bail moins de m² mais dans de meilleures zones, pour attirer les talents.

Les acquisitions d'actifs de qualité et localisés dans des territoires dynamiques sont donc à privilégier. L'analyse historique des taux de rendement « prime » et moyens le confirme. Si les taux de rendement « prime » affichent une réactivité plus forte aux indicateurs économiques et financiers, les taux de rendement moyens observent des écarts entre les points hauts et les points bas nettement plus significatifs. Cette différence reflète bien un risque de moins-value en capital et un potentiel de revalorisation plus faible pour les biens plus secondaires. Les actifs les plus accessibles, répondant au mieux à la demande des utilisateurs profiteront de revenus locatifs plus récurrents et permettront une meilleure préservation du capital investi.

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