

# IMMOBILIER & PERSPECTIVES

---

## LETTRE TRIMESTRIELLE DE LA FRANÇAISE

N° 27 - Mars 2017

Achevée de rédiger le 30 | 03 | 2017

## REGARD SUR LES MARCHÉS

Les élections françaises auront rarement autant été suivies par les marchés financiers que pendant ces dernières semaines. Les marchés de taux ont réagi de manière significative aux difficultés de M. Fillon, qui faisait figure de grand favori, en intégrant le risque d'élection de Mme Le Pen. Le spread entre les taux longs français et allemands s'est ainsi considérablement écarté pour atteindre plus de 80 points de base, avant de revenir autour de 64 points de base fin février. Ils ont toutefois été les seuls marchés à réellement prendre en compte ce « risque », les marchés d'actions ou de devises ne réagissant qu'à la marge.

Dans ce contexte, le mouvement le plus surprenant concerne sans doute les taux courts allemands qui ont baissé de manière très importante tout au long du mois, atteignant des points bas. Ces niveaux de taux sont difficilement explicables par les chiffres macro-économiques, qui montrent une accélération de la croissance européenne et ceux de l'inflation, qui surprennent à la hausse en zone euro.

Le stress engendré par les élections françaises explique sans aucun doute une partie du mouvement observé sur les taux allemands. Cette déconnexion entre fondamentaux économiques d'une part et niveaux de taux d'autre part durera sans doute tant que la BCE n'adoptera pas une posture moins accommodante. Si la trajectoire vertueuse des chiffres macro-économiques se confirme, cela devrait arriver durant l'année 2017, avec comme conséquence une remontée progressive des niveaux de taux allemands.

Sur les marchés immobiliers, les investissements sont restés très élevés, accentuant encore la pression baissière sur les taux de rendement. Les volumes ont ainsi affiché un niveau record au 4<sup>e</sup> trimestre 2016, à 87 Mds€, soutenus par le traditionnel rallye de fin d'année, particulièrement dynamique en France et en Allemagne. Le marché londonien a lui aussi connu un très bon dernier trimestre, malgré plusieurs mois de fort repli des engagements, qui ont plombé le volume annuel européen. En effet, 251 Mds€ ont été investis en 2016, en repli de 10 % par rapport à 2015. Les volumes ont reculé de 37 % au Royaume-Uni, les incertitudes issues du Brexit générant l'attente des investisseurs. Le taux de rendement « prime » s'est ainsi réorienté à la hausse depuis le 3<sup>e</sup> trimestre Outre-Manche. Les investissements se sont en revanche intensifiés dans les pays secondaires, où les produits qualitatifs mis en vente sont plus disponibles. Le taux de rendement « prime » moyen pour les bureaux s'est ainsi encore contracté en Europe continentale. Il atteignait 4,12 % fin 2016, contre 4,22 % au 3<sup>e</sup> trimestre et 4,36 % fin 2015. Les marchés allemands, en particulier, ont enregistré de fortes baisses de leur taux de rendement et se situent désormais à des niveaux équivalents ou inférieurs à 4 %. Le taux de rendement « prime » moyen devrait encore se compresser en 2017 en Europe. Cette nouvelle baisse entraînera une réduction mécanique de la prime de risque, mais cette dernière restera néanmoins nettement supérieure à sa moyenne historique.

### On en coasse



# DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE D'ENTREPRISE EN FRANCE

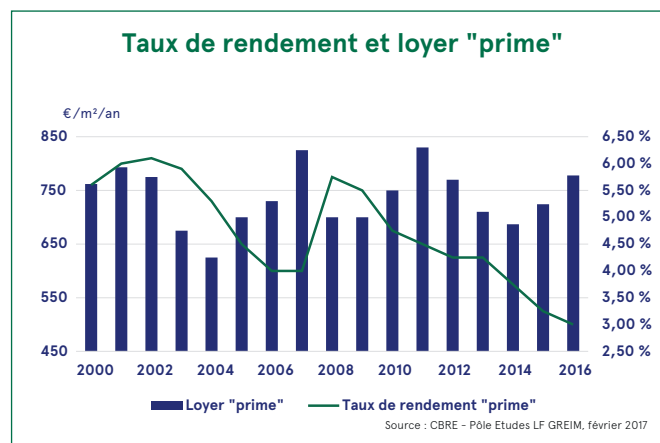
## Le marché français de l'immobilier d'entreprise : un marché locatif plus dynamique mais pas de redémarrage des loyers

La croissance de l'économie française a augmenté de 0,4 % au 4<sup>e</sup> trimestre 2016 et atteint 1,1 % sur l'année, un recul de -0,1 point par rapport à 2015. Outre la sortie du Royaume-Uni de l'Union Européenne et la série d'attentats qui a fortement impacté le tourisme, la consommation des ménages a stagné au 2<sup>e</sup> et au 3<sup>e</sup> trimestres et remis en cause les perspectives de croissance annoncées en début d'année. Ainsi, l'estimation de progression annuelle du PIB par Rexecode s'est dégradée au cours de l'année, passant de 1,6 % en janvier à 1,1 %. L'activité s'est néanmoins avérée plus robuste au 4<sup>e</sup> trimestre, portée par le redémarrage de la production industrielle (+2,2 % en novembre) et de la consommation. La baisse du chômage, amorcée depuis l'été, devrait se poursuivre en 2017. Rexecode annonce une croissance stable à 1,1 % cette année, et un taux de chômage en amélioration sensible, à 9,4 %, sur fonds d'incertitude liée aux effets du Brexit et aux élections présidentielles françaises. En outre, l'Insee prévoit une reprise de l'inflation à 0,8 % sur l'année 2017, un rythme modéré mais qui devrait rogner le pouvoir d'achat des Français et pourrait ralentir la consommation.

Le marché locatif parisien a consolidé son embellie cette année, avec un volume annuel de commercialisations de 2,4 millions m<sup>2</sup>, en hausse de 7 % par rapport à 2015. Près de la moitié de la demande s'est placée dans Paris, stimulée par le dynamisme des entreprises des nouvelles technologies. L'offre s'est à nouveau repliée ce trimestre et atteint désormais 3,4 millions m<sup>2</sup>, pour un taux de vacance de 6,2 %. Elle a diminué de 10 % sur les douze derniers mois, mais de manière géographiquement hétérogène. Elle reste ainsi supérieure à sa moyenne de long terme sur l'ensemble des zones, à l'exception de Paris intra-muros, où le taux de vacance atteint 3,5 %. De même, l'offre neuve a encore reculé, puisqu'elle représente désormais 15 % de l'ensemble des surfaces disponibles. L'évolution des loyers reflète bien cette situation. Si les loyers « prime » se stabilisent dans la capitale au 4<sup>e</sup> trimestre, après avoir progressé régulièrement depuis le début de l'année, ils affichent des tendances contrastées selon les communes, ceux de la 2<sup>e</sup> couronne étant toujours orientés à la baisse. Les biens de 2<sup>nd</sup>e main se replient de manière plus significative. En outre, les mesures d'accompagnement sont restées élevées mais devraient lentement fléchir courant 2017. Les revenus locatifs pourraient ainsi progressivement se stabiliser pour les actifs de 2<sup>nd</sup>e main.

En France, les investissements ont légèrement dépassé les 25 Mds€ en 2016, un niveau toujours très élevé et stable par rapport à celui enregistré en 2015. Le 2<sup>e</sup> semestre a été marqué par une forte activité des investisseurs étrangers, dont les capitaux se sont reportés du Royaume-Uni vers la France, et plus spécifiquement sur la région parisienne, face aux incertitudes issues du Brexit. L'Île-de-France concentre, comme à l'accoutumée, plus des deux tiers des engagements et recense quatre transactions d'un montant supérieur à 500 millions €, contre deux en 2015. Le Quartier Central des Affaires parisien voit même son volume atteindre un record, avec plus de 5 Mds€ échangés. Le taux de rendement « prime » pour les bureaux s'est à nouveau contracté au 4<sup>e</sup> trimestre. Cette baisse, combinée à la remontée des taux longs intervenue début novembre, a réduit la prime de risque. Celle-ci atteignait 231 points de base en fin d'année, un niveau toujours confortable par rapport à sa moyenne de 141 points de base observée au cours des vingt dernières années.

La contraction des taux de rendement « prime » s'est poursuivie au 4<sup>e</sup> trimestre 2016 aussi bien en bureau qu'en commerce. Le taux « prime » commerce atteint désormais 2,85 % sur les actifs les plus recherchés par les investisseurs, une compression de 15 bps sur l'année. Le taux de rendement « prime » bureau atteint quant à lui 3 % à fin 2016 (-25 bps), un niveau faible mais qui permet une prime de risque toujours attractive de 231 bps. La contraction des taux devrait se poursuivre en 2017, sauf scénario politique inattendu, en raison d'un attrait toujours très fort des investisseurs pour l'immobilier et d'une raréfaction de l'offre core.



# DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN ANGLETERRE

## Le marché britannique de l'immobilier d'entreprise : des valeurs vénales « prime » en baisse

L'économie britannique a enregistré une croissance toujours robuste au 4<sup>e</sup> trimestre. Elle progresse ainsi de 0,6 % sur les trois derniers mois et de 2 % sur l'ensemble de l'année 2016. La dépréciation de la Livre a attiré de nombreux touristes et dynamisé ainsi la consommation. Toutefois, les créations d'emplois sont en ralentissement.

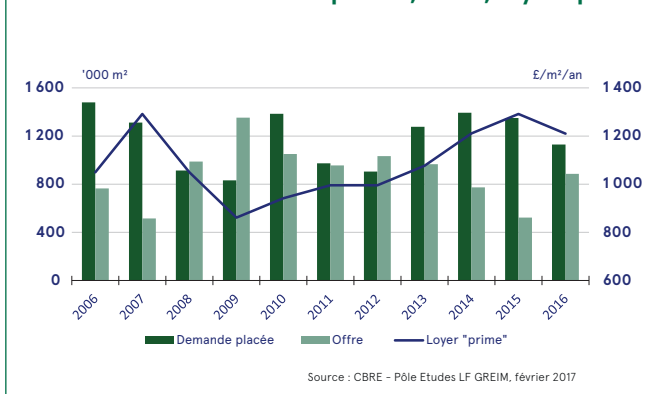
Malgré cette croissance économique soutenue, le marché locatif londonien a montré quelques signes d'essoufflement depuis le référendum en faveur du Brexit. Ainsi, après la légère remontée du taux de rendement enregistré au 3<sup>e</sup> trimestre, les loyers « prime » ont fléchi en fin d'année dans le West End. Ce phénomène est principalement le résultat de la remontée rapide du taux de vacance, puisque la demande placée s'est maintenue à un niveau satisfaisant, compte tenu des incertitudes liées au Brexit. Elle a même bien résisté au 4<sup>e</sup> trimestre, avec près de 346 000 m<sup>2</sup> pris à bail, portée par quelques grandes transactions des pouvoirs publics et des services en particulier. Sur l'ensemble de l'année, elle a ainsi accusé un recul somme toute limité, avec 1,13 million m<sup>2</sup> pris à bail, soit un volume inférieur de 17 % à celui de 2015. Dans un contexte de livraisons plus soutenues, le taux de vacance est remonté sensiblement, passant de 3,5 % à 4,2 % au 4<sup>e</sup> trimestre. Le loyer « prime » a ainsi affiché une baisse au 4<sup>e</sup> trimestre, de 6 %. L'offre future devrait progresser fortement en 2017, ce qui pèsera encore sur les valeurs locatives : même si la moitié des surfaces sont déjà pré-commercialisées, de nombreux bureaux de 2<sup>nd</sup>e main devraient être libérés.

Le volume d'investissement a accusé, quant à lui, un recul marqué. 60 Mds€ ont été investis en 2016, en baisse de 37 % sur 2015, malgré un dernier trimestre très dynamique à Londres. En Livres, le volume reste toutefois proche de celui enregistré en 2015. Malgré la prudence des investisseurs institutionnels britanniques, le fort appétit des investisseurs étrangers, désireux de profiter de la dépréciation de la Livre, perdure. Le taux de rendement « prime » londonien est resté stable au 4<sup>e</sup> trimestre à 3,75 %. Les valeurs vénales « prime » pour les bureaux ont ainsi reculé en 2016, par la combinaison de la remontée des taux de rendement au 3<sup>e</sup> trimestre et la baisse des loyers au 4<sup>e</sup>. Leur repli atteint 13 % en Livre et 26 % en euro, marquant un net regain de pouvoir d'achat pour les investisseurs étrangers.

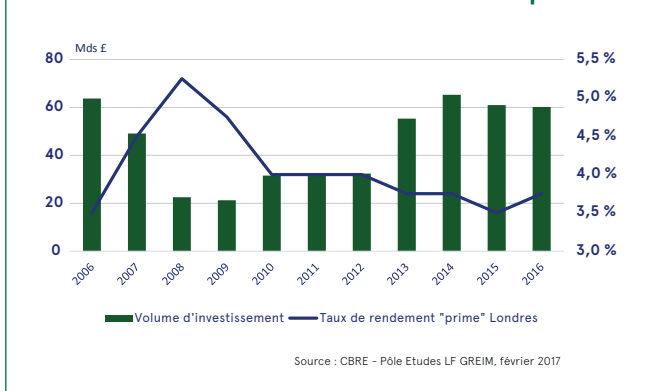
Les effets négatifs du Brexit sur l'économie britannique devraient se matérialiser dans le courant de l'année

2017. Le marché immobilier britannique semble, quant à lui, avoir déjà entamé sa correction. Celle-ci devrait continuer à s'opérer, en priorité, par le biais de la remontée des taux, résultat du plus fort attentisme des investisseurs. Elle pourrait atteindre 50 points de base au cours des prochains trimestres. Parallèlement, la baisse des loyers devrait se poursuivre, dans la plupart des zones de marché londoniennes. Elle devrait être plus sensible dans la City, où les livraisons à venir seront nombreuses et les créations d'emplois spécialisés dans la finance en net ralentissement. En outre, les entreprises des nouvelles technologies apparaissent, elles aussi, moins disposées à poursuivre leur expansion. La demande placée refluerait ainsi à nouveau en 2017, tandis que le taux de vacance pourrait augmenter encore. La baisse anticipée des valeurs vénales devrait donc se concrétiser en 2017 et 2018 et permettre aux investisseurs de se repositionner à moyen terme sur ce marché.

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 valeurs vénales en nette progression

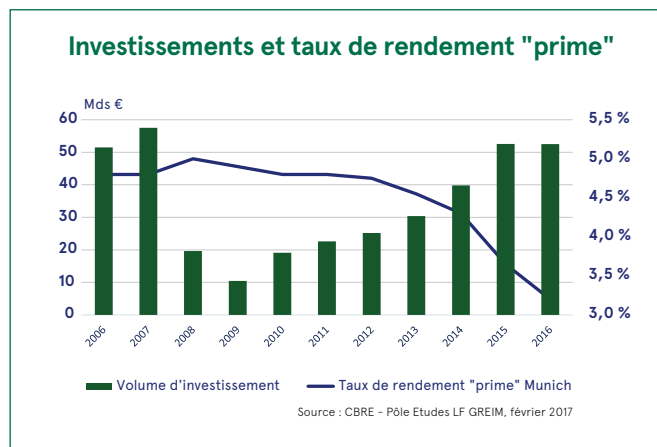
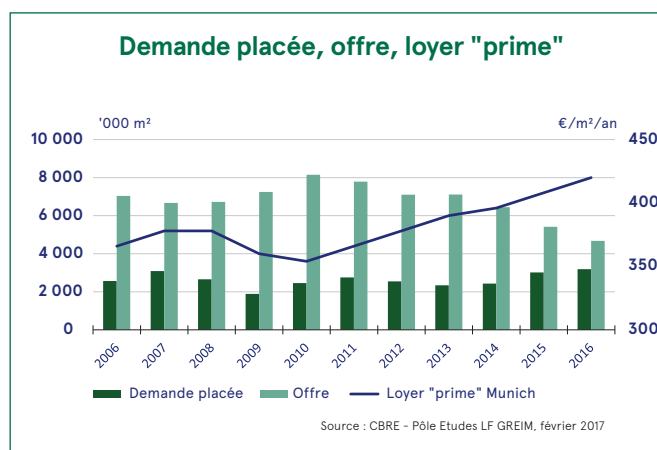
Avec une croissance de 1,9 % enregistrée en 2016, l'économie allemande affiche une bonne santé insolente. La consommation est restée robuste, portée par un taux d'emploi parmi les plus élevés d'Europe.

La demande utilisateurs est demeurée particulièrement robuste en 2016. Plus de 3,2 millions m<sup>2</sup> ont été commercialisés sur les cinq principaux marchés, en progression de près de 6 %. Les grandes transactions ont été très nombreuses : vingt-cinq prises à bail ont ainsi dépassé les 10 000 m<sup>2</sup>. Les sociétés de la nouvelle économie ont dynamisé la demande placée. Elles ont représenté 22 % des commercialisations, et même 34 % à Berlin. La capitale allemande a enregistré une progression sensible de son absorption nette, c'est-à-dire que les surfaces de bureaux prises à bail ont atteint un volume nettement plus important que les surfaces libérées. Les entreprises déménagent donc pour s'installer dans des locaux plus grands. L'offre a encore reculé : 4,6 millions m<sup>2</sup> sont désormais vacants dans les cinq grands marchés, à comparer aux 8,2 millions m<sup>2</sup> disponibles fin 2012. Fin 2016, le taux de vacance s'est établi à 5,8 %, son plus bas niveau depuis 2002. Les livraisons futures sont en redémarrage, en hausse de 38 % par rapport à 2015, mais affichent un taux de pré-commercialisation très élevé, proche de 70 %. Les loyers « prime » ont ainsi augmenté de manière sensible en 2016. Ils accélèrent même nettement à Berlin, de 17 % sur un an, pour atteindre 330 €/m<sup>2</sup>/an.

Le marché de l'investissement a terminé l'année 2016 à un niveau équivalent à celui de 2015, avec près de 54 Mds€ engagés. La rareté de produits qualitatifs mis en vente, dans les grandes métropoles en particulier, a freiné l'appétit toujours vif des investisseurs pour les marchés allemands. Ils ont reporté leur intérêt sur des produits de diversification, aux valeurs métriques moins élevées. Tous les marchés ont enregistré une baisse, parfois sensible, de leurs taux de rendement « prime » : ils proposent désormais des taux égaux ou inférieurs à 4 %, celui de Munich s'établissant à 3,2 %. La baisse des taux a été particulièrement sensible pour les actifs moins « core », conséquence de la hausse des investissements au profil de risque plus élevé, en anticipation de futures hausses des loyers. La progression des valeurs vénales a donc été forte en 2016. Elle a principalement reposée sur la contraction des taux de rendement, mais a également pu bénéficier de loyers en augmentation. La prime de risque s'est légèrement réduite au 4<sup>e</sup> trimestre, par la combinaison d'un Bund à nouveau légèrement positif depuis octobre et

de taux immobiliers en baisse (effet ciseau). Elle demeure néanmoins très élevée à 301 points de base, contre 156 points de base depuis fin 1997.

Malgré des perspectives de croissance toujours robustes, la croissance devrait fléchir en 2017. Elle atteindrait ainsi 1,5 %, les échanges avec le Royaume-Uni se trouvant entravés par la progressive entrée en vigueur du Brexit. En outre, le retour d'une inflation plus soutenue pourrait freiner la consommation. Toutefois, le taux de chômage devrait encore refluer et se stabiliser à 6 %. Les créations d'emploi resteront donc dynamiques. La demande placée pourrait ainsi se maintenir à un haut niveau et le taux de vacance poursuivre son repli. Les loyers « prime » devraient ainsi continuer à progresser à un rythme toujours soutenu pour les produits qualitatifs, situés dans les meilleures zones, en particulier à Berlin et à Munich. Les taux de rendement « prime » pourraient se contracter encore, mais plus faiblement que ces dernières années.



# DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE RÉSIDENIELLE EN FRANCE

## Le marché français de l'immobilier de logement : fort regain d'activité en 2016

Le marché résidentiel a connu la nette reprise du marché des logements neufs s'est accélérée en 2016, aussi bien en immobilier neuf promoteur qu'en maison individuelle hors promoteur. Ainsi, 109 000 ventes promoteur ont été comptabilisées sur l'ensemble de l'année, en augmentation de 6 % par rapport à 2015.

Les mises en chantier de logements neufs repartent à la hausse, après la baisse continue observée depuis 2012. Elles ont représenté 376 500 unités en 2016, en progression de plus de 10 % par rapport à 2015. Sur le dernier trimestre, le rythme des mises en chantier a légèrement faibli, mais il devrait néanmoins se consolider en 2017. En effet, le nombre de permis de construire octroyés s'est accéléré en 2016, progressant de 14 %, à 453 200 unités.

Le prix des logements neufs augmente globalement en France (+2,5 %). Cette hausse s'est amplifiée en fin d'année, puisqu'ils progressent de 3,6 % sur le seul 4<sup>e</sup> trimestre.

Le marché locatif confirme sa reprise amorcée depuis le début de l'année 2016. Habituellement très soutenu entre juin et septembre puis en baisse de régime à partir d'octobre, il a redémarré en fin d'année. Ainsi, après avoir reculé de 1,1 % en 2015, les loyers ont progressé en moyenne de 0,5 % en décembre 2016 sur un an. Ils ont poursuivi leur progression depuis le début de l'année, mais plus faiblement (+0,3 %). Cette augmentation s'effectue en revanche d'une manière très hétérogène puisque de nombreuses villes, y compris les plus peuplées, ont vu leurs loyers stagner voire diminuer, Lille ou Marseille par exemple.

A l'échelle nationale pourtant, le marché reste sous pression en raison d'une forte demande. Néanmoins, cette reprise, même légère, des loyers a entravé la remontée spectaculaire de la mobilité résidentielle, qui avait atteint un point haut historique, à 33 % en novembre, supérieure à 5 points de sa moyenne des 18 dernières années. Elle recule désormais, pour se stabiliser à 29,8 % à fin février 2017, et notamment en Ile-de-France, où elle demeure traditionnellement nettement en deçà de la moyenne nationale.

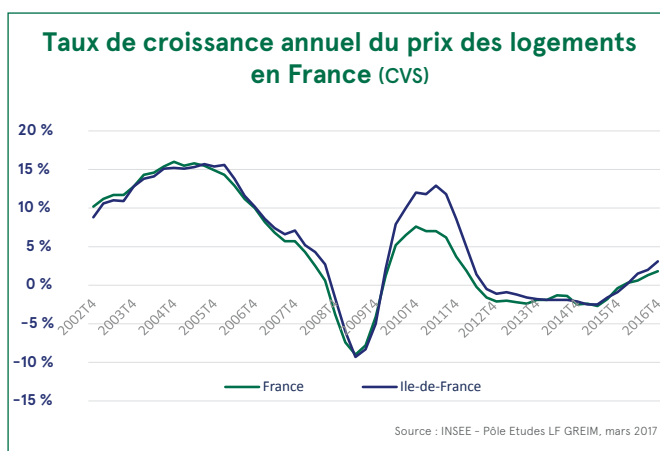
Les efforts d'entretien et d'amélioration des logements ont à nouveau nettement faibli depuis la remontée des loyers. Ainsi, en février 2017, seuls 14,5 % des logements reloués ont bénéficié de travaux de rénovation majeurs. Ce niveau reste tout de même inférieur à la moyenne qui s'élève à 22,2 % depuis 1998.

Le marché des logements anciens confirme la dynamique observée depuis fin 2015 et dépasse ses records historiques. En effet, les transactions dépassent leur niveau très élevé de

2006, avec 848 000 transactions référencées en 2016. Cette forte augmentation s'explique principalement par les taux de crédit immobilier très bas (1,34 % sur 15 ans en décembre) et par la reprise économique, qui, bien que timide, a engendré des créations d'emplois, synonyme de mobilité géographique intra-nationale.

La hausse du prix de l'ancien se consolide, faisant suite à une baisse des prix continue entre 2012 et 2015. Ainsi, en 2016, les prix de l'ancien ont augmenté d'environ 1,8 % en France et de 3,1 % en Île-de-France sur un an. Outre un pouvoir d'achat immobilier restauré par des taux bas persistants, de nombreux produits sont actuellement disponibles à la vente. Seul le segment des résidences secondaires souffre. Il pourrait progressivement se réanimer mais continuera à pâtir d'un taux d'imposition sur les plus-values élevé.

En 2017, les facteurs de soutien à l'immobilier neuf et ancien devraient se maintenir. En effet, la poursuite du Prêt à Taux Zéro et du dispositif Pinel ainsi que l'effet « valeur refuge », suggéré par la tangibilité du placement, devraient permettre à l'immobilier de rester un secteur actif. Les taux de crédit devraient rester bas en moyenne historique mais leur remontée est néanmoins amorcée et pourrait se poursuivre. Cette perspective a contribué au maintien d'une activité dynamique depuis le début de l'année. Les transactions ne devraient pourtant progresser que faiblement en 2017, par rapport aux importants volumes enregistrés en 2016. Les ménages, désormais entrés dans la phase de remboursement du capital des emprunts contractés, pourraient en effet voir leur solvabilité s'éroder. Les ventes devraient néanmoins demeurer très nombreuses, générant de nouvelles hausses des prix, tant dans le neuf que dans l'ancien.





## Les entreprises des nouvelles technologies, acteur majeur des marchés locatifs

Depuis quelques années, les sociétés des nouvelles technologies ont constitué l'un des principaux moteurs de croissance pour la plupart des grandes économies européennes. Fin 2016, trois des cinq plus importantes capitalisations boursières mondiales et sept des dix plus importantes start-up mondiales sont des « plateformes multifaces ». Selon Jean Tirole, Prix Nobel d'économie en 2014, « une plateforme multiface est un intermédiaire qui permet à des utilisateurs d'interagir entre eux ». En outre, elles représentent un acteur majeur de la demande de bureaux et ont fortement dynamisé les commercialisations.

Depuis la crise financière, la structure de la demande placée par secteur s'est ainsi considérablement modifiée dans les principaux marchés européens. Alors que les instituts financiers dominaient très largement les prises à bail en 2006, ils n'arrivaient qu'en 3<sup>e</sup> position en 2016, accusant un recul de moitié de leur demande placée. Actuellement, les commercialisations se répartissent de manière homogène entre quatre secteurs : les sociétés de services, les entreprises de la nouvelle technologie, la finance et l'industrie. Cette bonne distribution réduit sensiblement les risques de fortes variations des volumes commercialisés et des loyers.

En Allemagne, les sociétés des nouvelles technologies ont atteint plus de 20 % de la demande placée en 2016, en hausse sensible depuis près de trois ans. A Londres et à Amsterdam, ces sociétés ont concentré la majorité des commercialisations. Les prises à bail des entreprises des nouvelles technologies ont le plus fortement progressé dans la capitale britannique et à Berlin. En Île-de-France, les principaux utilisateurs de bureaux sont restés, en 2016, les acteurs historiques comme les instituts financiers et les sociétés de services. Les entreprises des nouvelles technologies ont représenté environ 9 % de la demande placée, dans la moyenne des dix dernières années. En volumes de surfaces prises à bail, Paris représente la deuxième ville d'Europe la plus prisée par ces sociétés, après Londres, mais suivie par Berlin, Munich et Amsterdam.

Ces entreprises de l'économie numérique recherchent des surfaces dans les quartiers les plus dynamiques de Paris, qui

mêlent bureaux, restaurants, bars, transports en commun et logements. Facebook, Airbnb, Wework et Blablacar se sont ainsi récemment installés dans les II<sup>e</sup> et IX<sup>e</sup> arrondissements de Paris à des niveaux de loyers très élevés (770 €/m<sup>2</sup>/an). L'accessibilité et la convivialité sont privilégiées, alors que de moins en moins d'espace individuel est octroyé au salarié.

A l'inverse de la tendance observée au début du millénaire, leur développement actuel impacte bien plus le marché par les comportements qu'elles y ont introduits que par les volumes de surfaces qu'elles prennent à bail. Ces entreprises, qui placent le bien-être de leurs employés et l'innovation au cœur de leur stratégie, bousculent les codes et s'adaptent de plus en plus aux besoins de leurs collaborateurs. Ainsi, le bureau doit être modulable, ultra-connecté et proposer des espaces de convivialité, pour faciliter les échanges, la connaissance et la créativité, afin d'attirer des talents, toujours plus exigeants. Ces comportements sont progressivement adoptés par de très nombreuses entreprises, y compris celles opérant dans les secteurs plus traditionnels, qui adaptent progressivement leurs bureaux.

En outre, elles profitent des nouveaux intermédiaires de la location de bureaux pour les héberger, dans les premiers temps de leur création. Ces « hébergeurs » prennent de très larges surfaces de bureaux à bail, sur des durées longues, manifestant ainsi leur confiance dans ces structures pourtant naissantes. La société WeWork, numéro un mondial du Co-Working, a loué une surface de bureaux de plus de 11 000 m<sup>2</sup>, dans le IX<sup>e</sup> arrondissement de Paris, sur la base d'un bail de 12 ans fermes. Le bailleur traite ainsi avec le numéro un mondial du Co-Working et non pas avec une multitude de structures plus fragiles.

En 2015, les entreprises des nouvelles technologies contribuaient à hauteur de 5,5 % du PIB en Europe contre 7,5 % aux Etats-Unis et cette part ne cesse de croître. Elles devraient donc continuer à animer les marchés locatifs en Europe. Leur intérêt se portera, en priorité, sur les immeubles les mieux localisés et de bonne qualité. Ces biens devraient donc bénéficier, dans les prochaines années, d'une baisse des mesures d'accompagnement et d'une reprise sensible des valeurs locatives.

*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](http://www.la-francaise.com)