

IMMOBILIER & PERSPECTIVES

LETTRE TRIMESTRIELLE DE LA FRANÇAISE

N° 28 - Juin 2017

Achevée de rédiger le 16 | 06 | 2017

REGARD SUR LES MARCHÉS

La croissance mondiale et celle de la zone euro ont confirmé, ces derniers mois, leur trajectoire positive et si la France a pris du retard dans cette dynamique, la perspective d'un quinquennat de réformes structurelles cristallise tous les espoirs. L'élection à la Présidence de la République française d'Emmanuel Macron est donc largement perçue comme une très bonne nouvelle.

Dans la zone euro, les indices de climat des affaires sont à leurs plus hauts niveaux depuis le rebond de sortie de récession en 2010-2011, suggérant que le taux de croissance pourrait au moins temporairement dépasser sensiblement le niveau de 2 % l'an. La situation s'améliore dans l'ensemble des secteurs : industrie, services et construction. Mario Draghi a confirmé que la reprise européenne était désormais solide. La BCE reste sur sa ligne et n'envisage pas de hausse de taux avant la fin du programme d'achats d'actifs, c'est-à-dire fin 2018. Le glissement annuel des prix à la consommation est remonté de 1,5 % en mars à 1,9 % en avril. L'inflation reste ainsi sous contrôle et devrait encore longtemps assurer à la zone euro, au travers de l'action de la BCE, des conditions financières particulièrement accommodantes. Quant aux entreprises, leurs résultats ont été excellents au 1^{er} trimestre et devraient le rester, puisque les analystes prévoient une hausse de 20 % de leurs bénéfices en 2017.

Cette amélioration sensible de l'environnement a dynamisé les marchés locatifs en Europe. Les commercialisations ont ainsi approché les 3,2 millions m² sur l'ensemble des principaux marchés au 1^{er} trimestre 2017, leur meilleur

niveau depuis le 1^{er} trimestre 2008. Le taux de vacance s'est réduit sur l'ensemble des marchés, sauf à Londres, tandis que les futures livraisons sont toujours contenues. Les cycles de marché semblent donc progressivement converger vers une trajectoire plus positive, à l'exception du Royaume-Uni qui pâtit du vote en faveur du Brexit et de l'attentisme des entreprises. Le loyer « prime » européen progresse en moyenne, mais légèrement, car il est freiné par la baisse enregistrée sur la plupart des marchés britanniques. Sa progression devrait néanmoins se raffermir dans les prochains trimestres.

Les investissements sont également restés très robustes en ce début d'année, avec 56 Mds€ engagés, un montant qui arrive dans le trio de tête des volumes les plus élevés depuis 2006 pour un 1^{er} trimestre. Il excède légèrement, de 1 %, le volume enregistré en 2016 en Europe. Le marché britannique a considérablement abaissé le niveau d'engagements, puisqu'il recule de 19 % en euros sur la période. En effet, sur la seule zone euro, l'investissement progresse nettement plus sensiblement, de 11 %. Les marchés allemands notamment ont attiré près de 13 Mds€ au 1^{er} trimestre 2017, en hausse de 49 % par rapport au 1^{er} trimestre 2016. Le taux de rendement « prime » moyen a encore reculé, mais plus faiblement, de neuf points de base sur les trois derniers mois, contre trente sur un an. Les marchés allemands ont enregistré les plus fortes compressions de taux, en particulier à Berlin et à Francfort. Le taux de rendement « prime » moyen devrait encore fléchir au cours des prochains trimestres.

On en coasse



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE D'ENTREPRISE EN FRANCE

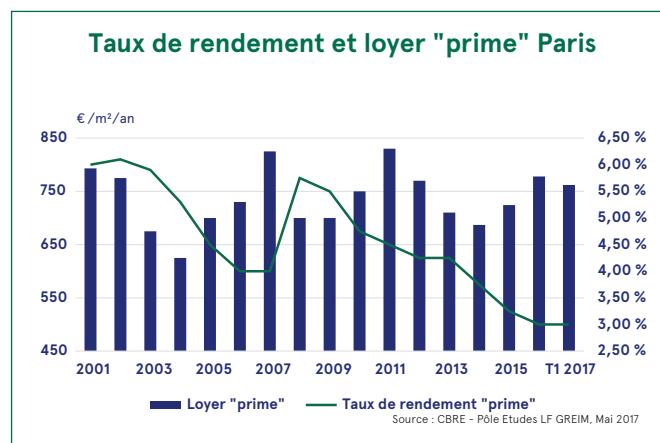
Le marché français de l'immobilier d'entreprise : un marché locatif avec une demande placée dynamisée par une abondance d'offres neuves

L'économie française a connu une croissance de 0,3 % au 1^{er} trimestre 2017, en recul de 0,1 point par rapport au 4^e trimestre 2016. Les dépenses de consommation des ménages ont marqué le pas (+0,1 % après +0,6 %). En revanche, les investissements des entreprises ont encore accéléré (+1,3 % après +0,6 %). L'indice PMI du cabinet Markit, qui mesure la performance du secteur privé en France, a nettement augmenté ces derniers temps. Il atteint, en mars, son plus haut niveau depuis près de dix ans. En outre, l'amélioration du climat des affaires au 1^{er} trimestre, associée à l'espoir tant en France qu'à l'étranger issu de la victoire d'Emmanuel Macron, devraient générer une croissance plus soutenue dans les prochains trimestres. Ainsi, Rexecode prévoit une croissance annuelle de 1,3 % cette année, et un taux de chômage en recul de 38 points de base, en comparaison à l'année 2016, pour atteindre 9,37 %. L'estimation de cette dernière a bien été constatée au 1^{er} trimestre avec une baisse du chômage de 0,1 point, mais dans le même temps, le nombre de demandeurs d'emploi a augmenté de 1,3 %. Enfin, l'Insee prévoit une inflation de 0,8 % sur l'année 2017, ce qui ne devrait que faiblement impacter le pouvoir d'achat des ménages.

L'activité sur le marché locatif a été très soutenue au 1^{er} trimestre 2017, notamment en Ile-de-France avec 664 000 m² pris à bail. Ce résultat marque une progression nette de 27 % comparé au 1^{er} trimestre 2016 et le meilleur début d'année depuis 2007. La progression des commercialisations s'est appliquée à toutes les tailles de surface de bureaux. La demande des grandes et des petites entreprises a profité de livraisons plus nombreuses dans Paris et sa proche périphérie. La très grande transaction de 89 000 m² réalisée par Natixis dans les tours Duo, situées dans le 13^e arrondissement de Paris, a particulièrement portée la demande placée. Pour autant, la progression des livraisons de plusieurs immeubles de tailles moindres ont dynamisé le marché, puisque les entreprises se positionnent en priorité sur les biens de bonne qualité et localisés dans les zones les plus rentables. Le taux de vacance a ainsi légèrement augmenté, passant de 6,2 % à 6,3 % au cours du 1^{er} trimestre. Il reste très faible dans Paris, où il atteint 3,4 %. Quant aux loyers « prime », ils sont restés stables mais connaissent une légère progression dans le Quartier Central des Affaires, où les mesures d'accompagnement reculent encore.

Les investissements immobiliers ont atteint 3,1 Mds€ au 1^{er} trimestre dans l'Hexagone, un volume stable par rapport au 1^{er} trimestre 2016. Ils sont soutenus par plusieurs grandes transactions, avec neuf opérations supérieures à 100 m€ réalisées en ce début d'année. Ce 1^{er} trimestre a aussi été marqué par le retour des investisseurs allemands sur le marché parisien. Ils ont représenté plus d'un quart des engagements et manifestent leur anticipation d'une reprise des loyers à moyen terme. L'île de France, plus précisément le Quartier Central des Affaires parisien et La Défense, concentre la grande majorité des transactions de 100 à 200 m€. La concurrence entre investisseurs demeure très vive, car leur recherche se concentre sur les mêmes produits et ceux-ci sont, en outre, très peu disponibles à la vente. Le taux de rendement « prime » pour les bureaux est resté stable au 1^{er} trimestre. La prime de risque s'est encore réduite, résultat de la remontée des taux longs, pour atteindre 200 points de base mais demeure très favorable en historique.

Suite à l'élection d'Emmanuel Macron et à l'arrivée accrue de capitaux en provenance du Royaume-Uni, l'activité devrait reprendre de manière plus franche dans les prochains mois, entraînant une accélération des investissements et de nouvelles légères compressions des taux de rendement. Pour les biens de 2nde main, les loyers resteront plutôt orientés à la baisse et les mesures d'accompagnement élevées. Les revenus locatifs devraient demeurer sous pression, car le taux de vacance pourrait augmenter encore, bien que de manière modérée, d'ici à la fin de l'année.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE EN ANGLETERRE

Le marché britannique de l'immobilier d'entreprise : des valeurs vénales « prime » et des investissements en repli

L'économie britannique a enregistré une croissance de 0,3 % au 1^{er} trimestre 2017. Au cours de la dernière année, le secteur des services a continué à se développer de manière robuste, alors que ceux de la construction et de l'industrie ont sensiblement souffert. Une inflation exceptionnellement faible, principalement due à la baisse des prix du pétrole et à la forte concurrence des prix entre les commerçants, a profité aux finances des ménages. Toutefois, la forte dépréciation de la Livre signifie que les importations seront mécaniquement plus chères et La banque d'Angleterre s'attend à une hausse prochaine de l'inflation. La baisse du taux de chômage dans le Royaume s'est poursuivie : il se situe à 4,6 % au 1^{er} trimestre 2017.

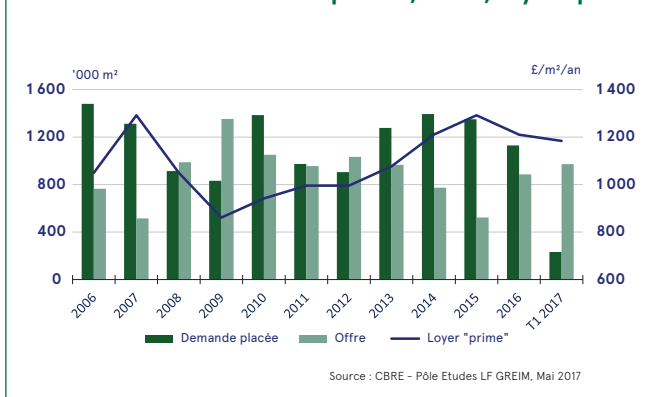
Le marché locatif a continué à montrer des signes de faiblesse en ce début d'année, et ce malgré la croissance toujours robuste affichée ces derniers mois. Sur l'ensemble du trimestre, les commercialisations ont sensiblement reculé de 35 % par rapport aux trois premiers mois de 2016. Elles sont ainsi nettement en deçà de leur moyenne trimestrielle sur dix ans, en particulier dans les zones les plus décentralisées des Docklands et de Southbank. Le taux de vacance observe une remontée rapide, qui passe de 4,3 % à 4,7 % durant le 1^{er} trimestre. Ce dernier a été marqué par une rareté des grandes transactions, à l'exception de la prise à bail de 13 400 m² réalisée par Freshfields dans la City de Londres. Les loyers « prime » ont ainsi poursuivi leur baisse dans le West End et Midtown, zones témoignant pourtant du plus haut niveau de demande placée.

Le volume d'investissement au 1^{er} trimestre 2017 a atteint 16,3 Mds€, soit une baisse de 19 % par rapport au 1^{er} trimestre 2016. Le marché reste néanmoins attractif, comme en témoigne la très forte activité des investisseurs étrangers, dont la demande se concentre sur les bureaux situés à Londres. Les investisseurs asiatiques ont ainsi représenté à eux seuls 50 % du volume global. Le taux de rendement « prime » londonien est resté stable au 1^{er} trimestre à 3,75 %. Les valeurs vénales demeurent élevées mais tendent à fléchir, résultat de la baisse des loyers qui se généralise progressivement à l'ensemble des zones de marché. Le marché poursuit donc son ajustement.

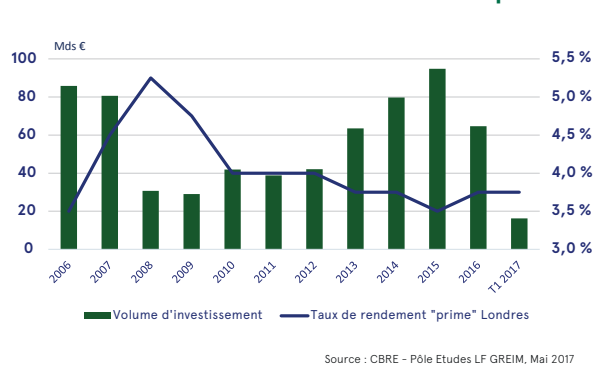
L'économie britannique devrait continuer de performer convenablement jusqu'à ce que les effets négatifs

annoncés relatifs au Brexit se matérialisent réellement. Ainsi, la croissance pourrait ralentir en 2017 et 2018, selon « l'Office for Budget Responsibility », car les entreprises retardent leurs régimes d'investissement et les revenus des ménages commencent à être entravés par l'inflation croissante. Les valeurs vénales devraient poursuivre leur repli, par le biais principalement de la baisse des loyers, de plus en plus sous pression compte tenu de livraisons futures abondantes. Toutefois, cette anticipation de la baisse des prix associée à la dépréciation de la Livre confèrent aux investisseurs étrangers un important regain de pouvoir d'achat pour s'engager dans le marché le plus liquide et le plus profond d'Europe.

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 toujours en progression

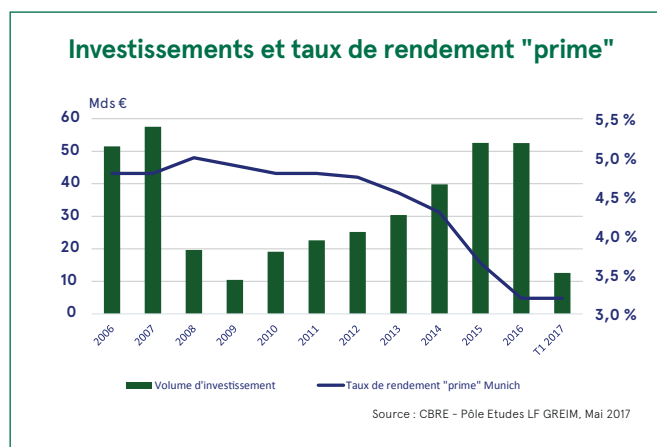
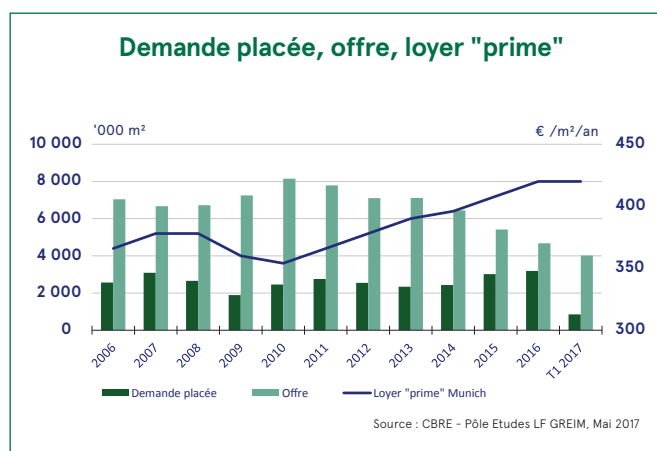
L'économie allemande a enregistré une croissance de 0,4 % au 1^{er} trimestre 2017, portée par un climat des affaires au beau fixe. En effet, l'indice IFO du climat des affaires a atteint en avril son niveau le plus haut depuis 2011, bien que restant soumis à de fortes incertitudes (climat géopolitique). Le taux de chômage dans le pays reste particulièrement faible par rapport aux autres pays de la zone, à 5,8 % fin avril.

Un marché locatif est resté très dynamique au 1^{er} trimestre 2017, avec 848 000 m² de bureaux commercialisés sur les cinq principaux marchés, en hausse de 6,5 % par rapport au 1^{er} trimestre 2016. Grâce à plusieurs signatures de grandes tailles, des villes telles que Hambourg et Munich ont enregistré de fortes progressions de leurs transactions locatives. Francfort, quant à elle, a subi une baisse de 10 % de sa demande placée sur la période, mais de nombreuses recherches de surfaces de bonne qualité et situées dans le centre-ville, émanant de banques et d'instituts financiers basés à Londres sont actuellement en cours. L'activité devrait donc se renforcer au cours des prochains trimestres. Les sociétés des nouvelles technologies ont, quant à elles, poursuivi leur expansion et atteint 19 % de la demande placée. L'offre a encore nettement diminué lors des trois derniers mois. Le taux de vacance s'est particulièrement réduit à Munich et à Berlin, où il s'établissait respectivement à 3,7 % et 4,2 % fin mars 2017. Les livraisons ont été plus nombreuses mais ont été rapidement absorbées par les utilisateurs, toujours à la recherche de surfaces neuves. D'ici fin 2019, moins de la moitié des surfaces à construire est actuellement encore disponible à la location. Les Loyers ont poursuivi leur progression ce trimestre, à Berlin en particulier.

Le marché de l'investissement en Allemagne a entamé l'année avec un volume record. En effet, 12,6 Mds€ ont été engagés sur l'ensemble des marchés au 1^{er} trimestre, en hausse de 49 % par rapport au 1^{er} trimestre 2016. Ce volume est le plus important jamais enregistré sur les trois premiers mois d'une année. Pourtant, aucune très grande transaction supérieure à 1 Md€ n'a été enregistrée ce trimestre, la plus importante concernant un portefeuille logistique échangé à 975 m€. Les acquisitions « core » ont reculé au profit de transactions au profil de risque et aux rendements plus élevés, témoignant de la confiance des investisseurs dans les marchés locatifs allemands. Pour autant, les volumes se concentrent toujours fortement sur les sept principales villes. Les actifs de bureaux et les marchés majeurs attirent ainsi respectivement 45 % et 75 % des engagements totaux. Berlin a enregistré une

progression très significative de ses investissements. Ils passent ainsi de près de 960 m€ au 1^{er} trimestre 2016 à 1,7 Md€ au 1^{er} trimestre 2017. Les taux de rendement ont poursuivi leur contraction, engendrée par le fort appétit des investisseurs étrangers, dont les acquisitions ont plus que doublé cette année.

La croissance allemande devrait néanmoins fléchir durant le reste de l'année, pour atteindre une progression néanmoins satisfaisante de 1,5 %. La hausse de l'inflation pourrait freiner la consommation des ménages, malgré un taux de chômage qui devrait rester durablement sous la barre de 6 %. Les loyers « prime » pourraient continuer à augmenter dans les prochains trimestres, notamment pour les bureaux neufs, localisés dans le centre-ville des différentes métropoles allemandes. Les taux de rendements devraient poursuivre leur repli dans les prochains mois, compte tenu des liquidités abondantes qui cherchent à se positionner Outre-Rhin.



DÉCRYPTAGE DE LA CONJONCTURE IMMOBILIÈRE RÉSIDENTIELLE EN FRANCE

Le marché français de l'immobilier de logement : une activité dynamique en ce début d'année

A l'instar des taux d'emprunt d'état qui ont accusé une hausse à la suite de l'élection de Trump puis à l'espoir que l'élection de Macron a suscité, les taux de crédit immobilier ont progressé depuis la fin de l'année 2016. Fin avril, ils s'établissaient à 1,61 % (en moyenne pour un emprunt de 15 ans) contre 1,51 % en mars 2017 et 1,34 % à leur point bas, atteint en fin d'année dernière. Ils demeurent néanmoins à un niveau bas en historique et devraient légèrement poursuivre leur augmentation dans les prochains mois. Dans cette anticipation, de nombreuses ventes se sont concrétisées depuis le début de l'année. 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 promoteurs ont été comptabilisées sur l'ensemble de l'année, en augmentation de 6 % par rapport à 2015. Depuis le début de l'année 2017, les professionnels de l'immobilier neuf renforcent leurs positions. En effet ils ont profité d'une forte demande sur leurs deux principaux segments de marché, à savoir l'investissement locatif et l'accession à la propriété, à la faveur du dispositif Pinel et de la nouvelle version du prêt à taux zéro.

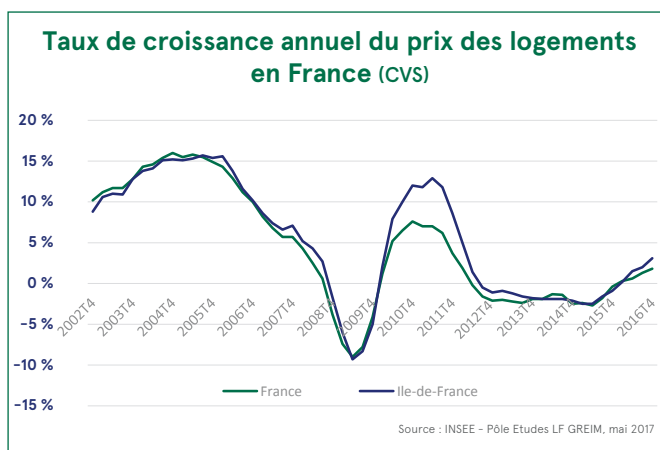
Les mises en chantier de logements neufs ont poursuivi leur progression observée en 2016. En effet, elles ont augmenté de 15,1 % entre février et avril 2017, comparé aux trois mêmes mois de 2016, pour atteindre 97 400 unités. De leur côté, les permis de construire ont augmenté de 13,7 % sur la même période, s'élevant à 116 100 unités. En un an, de mai 2016 à avril 2017, les logements individuels en construction diminuent de 0,6 % après une hausse de 7,9 %. A l'inverse, les mises en chantier de logements collectifs (y compris en résidence) progressent de 3,2 % après une baisse de 5,6 %. 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^e trimestre.

Le marché locatif a commencé timidement l'année 2017. En effet, les loyers moyens se sont stabilisés en France après avoir terminé l'année 2016 sur une hausse de 1 %. Toutefois, ils n'évoluent pas de la même manière selon le type de biens. Ainsi, sur deux mois, les 2 et 3 pièces (60 % du marché) affichent un recul de 0,6 % alors que les petites surfaces (près de 22 % du marché) enregistrent une hausse de 1,1 %. Pour autant, la plupart des grandes villes françaises accuse des baisses de loyers, comme par exemple à Rennes, au Havre ou à Nice, où ils enregistrent jusqu'à 2,3 % de repli. À Paris, les loyers sont en retrait de 0,3 % et atteignent 25,2 €/m².

Le mouvement de dégradation de l'effort d'amélioration et d'entretien se poursuit, avec un taux d'effort au plus bas de ces 20 dernières années. En effet, seuls 14,1 % des biens du parc locatif privé ont fait l'objet de travaux de rénovation ou

d'entretien entre deux locations, contre une moyenne de 22,2 % au cours des deux dernières décennies. Le marché des logements anciens confirme la dynamique observée depuis fin 2015 et dépasse ses records historiques. En effet, le nombre de transactions est désormais supérieur de 5,5 % à leur niveau très élevé de 2006, avec 881 000 transactions référencées sur douze mois, à fin mars 2017. Cette forte augmentation s'explique par le niveau toujours bas des taux de crédit immobilier et plus encore par l'anticipation que leur remontée devrait se confirmer dans le courant de l'année. En effet, leur augmentation renchérrirait mécaniquement les mensualités de remboursement des ménages. La hausse du prix de l'ancien s'est accentuée au 1^{er} trimestre 2017, faisant suite à une baisse continue des prix entre 2012 et 2015. Ainsi, les prix de l'ancien ont augmenté d'environ 3 % en France et de 3,8 % en Île-de-France sur cette période. Outre un pouvoir d'achat immobilier restauré par des taux bas persistants, de nombreux produits sont actuellement disponibles à la vente.

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 immobiliers 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 très 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 mais demeurer très nombreuses, générant de nouvelles hausses des prix, tant dans le neuf que dans l'ancien. Enfin, la victoire de Macron à l'élection présidentielle ne devrait pas changer les prévisions, car les investisseurs seront confortés dans leurs stratégies et les taux d'intérêt devraient très peu évoluer.



Le logement dans le Grand Paris

Le logement a toujours eu une place à part dans le patrimoine des Français. Outre les valeurs qu'il véhicule, l'immobilier au sens large et le logement en particulier revêtent de nombreux attributs.

Le marché résidentiel est durablement soutenu par des facteurs structurels : une démographie toujours dynamique par rapport aux autres pays d'Europe de l'Ouest, un mouvement de décohabitation qui s'intensifie, la préparation de la retraite, et plus généralement le désir d'accéder à la propriété. De manière plus conjoncturelle, le bas niveau des taux de crédit, malgré la remontée amorcée en toute fin d'année dernière, a précipité les acquisitions depuis quelques trimestres. En effet, les taux d'emprunt toujours très bas ont nettement contribué à résolvabiliser les ménages.

De plus, la classe d'actif immobilier continue de représenter la valeur refuge, dans un contexte de forte volatilité persistante des marchés financiers. Ces nombreux facteurs de soutien assurent une activité régulière sur les marchés de l'acquisition de logements et leur conjonction a favorisé un redémarrage sensible des prix, en particulier en Ile-de-France.

En effet, cette forte demande des Français en matière de logements se concentre de plus en plus, à l'instar des populations, vers les métropoles, attirant une très grande part de l'activité économique. Les déséquilibres territoriaux se sont donc exacerbés au cours des dernières années, entraînant des trajectoires divergentes dans l'évolution des prix résidentiels : les grandes villes enregistrent des progressions parfois marquées des prix des logements, tandis que la demande pour les zones plus secondaires s'est considérablement ralentie, entraînant une baisse des valeurs.

L'exemple le plus criant est sans nul doute l'Ile-de-France. Malgré les crises successives observées depuis 2008, les prix n'y ont finalement que peu fléchi et sur une courte période. Ils ont largement rebondi depuis, puisque les estimations prévoient un nouveau record de prix dans Paris, en 8 800 €/m² en juillet 2017. La hausse des prix dans la Capitale aura, par ricochet, un impact haussier sur sa périphérie. Les enjeux sont gigantesques. La part des dépenses de logements n'a cessé d'augmenter de manière très nette au cours des dernières décennies, impactant considérablement le budget des ménages alloué à d'autres

postes de dépenses. La consommation, par exemple, pâtit de cette réalité, et freine, au final, la croissance de l'économie dans toutes ses composantes. Ainsi les analystes constatent que la robustesse de l'économie allemande est notamment issue d'une meilleure répartition de l'activité et des lieux de résidence sur le territoire (malgré une densité nettement plus élevée qu'en France), car elle accroît la compétitivité des entreprises et la consommation des ménages, en maintenant les loyers des différentes villes à des niveaux raisonnables.

Le projet du Grand Paris a été conçu pour répondre à cette problématique. La construction de 200 km de voies de métro automatique, jalonnées de 68 nouvelles gares autour de Paris permettra une accessibilité accrue de certaines zones, aujourd'hui peu recherchées par les ménages. Elles contribueront à élargir les territoires susceptibles d'offrir des terrains à construire, afin d'agrandir le parc de logements. 70 000 nouveaux logements devraient ainsi être livrés chaque année pendant 25 ans, afin de répondre à la hausse de la population francilienne (13 millions d'habitants attendus en 2030 contre 12 millions recensés en 2014) et assurer une meilleure fluidité du marché immobilier résidentiel, en réduisant les inégalités.

Du point de vue de l'investisseur institutionnel, l'importante baisse des taux pour les bureaux et les commerces a rendu les rentabilités distribuées par les actifs de logements nettement plus attractives car plus proches de celles offertes par les investissements en immobilier d'entreprise. En outre, le faible taux de rémunération proposé par les taux d'emprunt d'état a mécaniquement restauré une prime de risque sensiblement plus favorable.

La ligne 15 du Grand Paris, la seule ligne de métro qui ne desservira aucune station située dans la capitale, reflète bien la volonté de dépasser le périphérique pour englober la proche périphérie.

La Française souhaite participer activement à la construction du Grand Paris. Nous étudions ainsi des dispositifs innovants qui permettraient de proposer aux ménages, un accès facilité car à moindre coût, aux logements neufs, y compris en région parisienne. Le projet du Grand Paris nous offre une occasion unique d'adoucir les frontières entre les territoires, en les rendant plus accessibles, afin d'accroître l'offre globale de logements pour améliorer les conditions de vie d'un plus grand nombre.

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