

COMPTE-RENDU MATINEE THEMATIQUE DU 9 MARS 2010

4 experts pour décoder le marché immobilier

1. FREDERIC TEMPEL – AXA INVESTMENT MANAGERS

Deux ans après le démarrage de la crise qui a affecté les volumes de transactions et les prix des actifs immobiliers de façon très brutale, le marché a commencé à entrer dans une phase de stabilisation voire de rebond partiel.

Toutefois, à première vue, 2010 s'annonce comme une année « de transition » pour l'immobilier européen d'un point de vue opérationnel :

- 1- Le marché locatif reste fragile et ne devrait s'améliorer que très graduellement ;
- 2- L'indexation des loyers sur la progression des indices d'inflation où de coût de la construction ne devrait produire qu'un effet modeste (voire négatif en France pour l'ICC) ;
- 3- Le financement bancaire par dette reste délicat à obtenir et la baisse future des marges de crédit risque d'être plus que compensée par une potentielle remontée des taux d'intérêt.

En conséquence, dans beaucoup de cas, les grandes sociétés foncières européennes cotées connaîtront probablement une année de stagnation de leur bénéfice opérationnel. Dans ce contexte, l'essentiel de la performance économique viendra du rendement courant et des dividendes qui, compte tenu de la correction des années passées, s'établit à un niveau intéressant : le taux de rendement par les dividendes s'établit actuellement légèrement au-delà de 5% pour l'univers des foncières cotées de la zone Euro.

Dans le même temps, les récentes évolutions conjoncturelles semblent indiquer qu'une potentielle remontée des taux d'intérêt se fera probablement plus tardivement et dans une ampleur moindre que ce qui était anticipé il y a quelques mois encore. Dans ce contexte on assiste à un retour assez rapide des acheteurs sur le marché de l'investissement. Ce retour est également alimenté par les discussions autour du risque de retour de l'inflation à moyen terme. Il est ainsi possible que, tiré par une logique de flux, les marchés immobiliers connaissent un rebond assez vif des prix, notamment pour les immeubles bien loués. Un tel rebond des prix dans un contexte de taux d'intérêt qui resteraient bas pourrait constituer la principale surprise en 2010 ; ce scénario n'est pas selon nous intégré aux cours de Bourse actuels.

Le principal risque en face d'un tel scénario demeure la taille et les échéances des refinancements des dettes immobilières au cours des trois prochaines années. Une situation de multiplication des ventes forcées par une incapacité à refinancer les dettes pourrait conduire à un retour de la baisse des prix pour les actifs immobiliers. Ce n'est pas notre scénario principal aujourd'hui.

C'est en outre un risque / une opportunité qu'il faut nuancer en fonction des marchés :

- 1- Sur les marchés anglo-saxons (Grande-Bretagne et Etats-Unis) ce risque est relativement plus élevé du fait de la financiarisation de l'immobilier et de l'économie en général. En contrepartie, toute nouvelle favorable sur le front du financement est de nature à alimenter un rebond des prix des actifs plus marqué dans ces pays ;
- 2- Sur la plus grande partie des marchés d'Europe continentale, ce risque semble faible car les taux de rendements locatifs couvrent aujourd'hui assez largement les coûts financiers et que les niveaux de gearing sont généralement plus faibles ;
- 3- Sur les marchés des pays en croissance (Chine, Brésil, etc.) la croissance de l'économie est suffisante pour absorber les aléas financiers, même si ceux-ci créent des chocs de volatilité pour les sociétés immobilières de ces pays.

En guise de conclusion, nous voyons aujourd'hui plus d'opportunités que de risques pour un investissement dans les sociétés immobilières cotées. Un des avantages clé d'un tel investissement est notamment la facilité de s'exposer à des situations géographiques assez diverses au-delà de la seule zone euro qui nous semble essentiellement intéressante d'un point de vue de rendement courant.

2. ERIC COSSERAT – PERIAL EC

Le marché de l'immobilier d'entreprise se compose de deux marchés, l'investissement et le locatif.

En ce qui concerne le **marché de l'investissement**, les volumes de transaction se sont effondrés en 2009 du fait de la baisse des prix constatée sur les actifs après une période de forte progression qui a pris fin lors de l'éclatement de la crise financière à l'été 2008, le marché étant alimenté par des investisseurs achetant avec de forts endettements.

Les acteurs présents en 2010 sont essentiellement des acheteurs sur fonds propres, compagnies d'assurances, fonds allemands, SCPI et privés en recherche de rendements sécurisés.

Les taux de rendement qui avaient augmenté en 2009 se stabilisent du fait de la rareté des biens demandés, le marché n'étant finalement pas suffisamment alimenté par des vendeurs dont la plupart ont pu renégocier les conditions de leurs prêts.

La persistance de taux d'intérêt faibles est également un soutien au marché. L'enjeu pour un investisseur en 2010 réside outre les critères traditionnels dans la qualité des revenus locatifs.

La situation est en effet plus tendue pour le **marché locatif**, l'offre étant supérieure à la demande. Cette situation est plus liée à la faiblesse de la demande des entreprises qui subissent la récession économique qu'à un excès d'offre, la France étant dans une configuration différente de celle de certains de ses voisins.

Les taux d'occupation des immeubles vont se dégrader et les loyers resteront orientés à la baisse en attendant une reprise économique rigoureuse.

Notre stratégie d'investissement pour nos fonds de rendement réside dans la recherche d'immeubles avec des locataires de qualité, des baux fermes et des loyers non surévalués à l'écart des marchés ou s'activent les institutionnels (Paris essentiellement).

Notre politique d'acquisition est plus opportuniste pour nos fonds « value added » portant sur des immeubles qui n'attirent pas les investisseurs compte tenu de leur obsolescence et de leur vacance et nécessitant une rénovation lourde.

Quelque soit la nature des fonds gérés, notre stratégie globale est de s'inscrire dans une démarche de « verdissement » des immeubles dans la perspective du respect des normes du Grenelle de l'environnement en 2018 notamment sur les consommations d'énergie car nous sommes convaincus d'une accélération de l'obsolescence des immeubles énergivores lors du prochain cycle immobilier.

En ce qui concerne le secteur des produits de placement non cotés dont PERIAL est l'un des spécialistes, les investisseurs ont à leur disposition :

- Les SCPI, SCI faisant appel public à l'épargne qui distribuent des revenus fonciers. Elles sont classées en trois catégories :
- Les SCPI classiques investies en immobiliers d'entreprise
- Les SCPI de commerce
- Les SCPI fiscales investies en habitation.

Elles peuvent faire l'objet de montages patrimoniaux comme l'acquisition à crédit ou le démembrement de propriété.

Une nouvelle catégorie plus contemporaine de produits immobiliers a vu le jour, les OPCV avec deux types de fiscalité :

- Les revenus fonciers
- Les revenus de capitaux mobiliers

Deux versions cohabitent, l'une « grand public » pour les épargnants, qui ne s'est pas encore affirmée compte tenu des risques de liquidité pesant sur le produit, l'AMF ayant limité l'exposition immobilière. L'autre dite « RFA », à Règles de Fonctionnement Allégées par opposition au « GP » qui obéissent à des règles plus contraignantes est principalement destinées à des investisseurs plus avertis, la plupart fonctionnent comme des fonds fermés.

Au sein de cette catégorie, il en existe de deux sortes, ceux qui lèvent des capitaux auprès d'une clientèle avertie (institutionnels, grandes fortunes) et ceux qui servent de réceptacle à l'externalisation de patrimoine d'entreprises.

Tous ces fonds sont éligibles au statut SIIC 3 qui permet à une société commerciale d'obtenir un abattement de 50% sur la plus value réalisées en cas de cession à l'un de ses types de fonds.

3. LAURENT HALIMI – WEINBERG CAPITAL PARTNERS

Le contexte économique Français est marqué par une faiblesse de tous les moteurs de l'économie :

- Consommation : hausse du chômage, qui a passé les 10% de la population active, taux d'épargne à 17% ;
- Investissement : durcissement du crédit, surcapacités de production, faible demande intérieure et euro fort pénalisant les exportations ;
- Dépense publique : les déficits publics sont tels qu'il n'y a plus de marge de manœuvre et que les plans de rigueur et les hausses d'impôts apparaissent inévitables.

La crise actuelle nous apparaît donc durable, avec une croissance « molle », autour de 0 à 1% par an, durant plusieurs années.

Conséquence sur l'immobilier, une dégradation des marchés locatifs, avec une augmentation du taux de vacance et une baisse des loyers pour les bureaux, et une baisse des chiffres d'affaires dans la distribution entraînant une pression baissière sur les loyers des commerces.

En revanche, les taux d'intérêts devraient rester durablement très bas dans cet environnement économique.

Le marché de l'investissement immobilier est marqué par un mouvement grégaire vers les actifs « prime », immeubles de bureau les mieux situés et loués à de grands locataires sur de longues durées garanties, ou centres commerciaux très établis.

Cette concentration des investisseurs sur une frange très réduite du stock immobilier et de l'offre (moins de 10% du stock correspond à ces critères) crée une résistance à la baisse et même une légère hausse des prix sur ces actifs.

L'approche de Weinberg Capital, société de gestion de fonds de capital-investissement et de fonds immobiliers, est à la fois opportuniste et industrielle.

Les fonds immobiliers de type « private equity » ont pour caractéristiques d'investir à court ou moyen terme (période d'investissement de 3-4 ans, durée de vie 7-10 ans) avec un objectif de retour sur fonds propres élevé (TRI de 12 à 20%). Le style d'investissement est donc opportuniste, c'est-à-dire axé sur la capacité à acquérir à bon prix, au contraire des investisseurs traditionnels axés sur la qualité des actifs. L'aspect « industriel » se retrouve dans la gestion active des biens acquis (travaux, négociations locatives...) et dans la préparation, dès l'acquisition, de la revente (structuration de portefeuilles par exemple).

Les marchés actuels, justement parce qu'ils sont très grégaires, recèlent d'intéressantes opportunités d'investissement pour des fonds prêts à étudier le marché non « prime » :

- Localisations moins établies mais en développement
- Immeubles moins sécurisés sur le plan locatif
- Actifs à rénover ou restructurer
- Classes d'actifs « alternatives » (cliniques et maisons de retraite par exemple)
- Marchés de province, ...

Weinberg Capital poursuit par exemple deux programmes d'acquisitions pour le compte du fonds Weinberg real Estate Partners #1, l'un portant sur les murs de cliniques et maisons de retraite (regroupées dans un OPCI dédié, Capital Pierre santé retraite), et l'autre sur des actifs commerciaux de taille unitaire comprise entre 5 et 15m€ (coques dans des centres commerciaux ou commerces de centre ville).

La « sortie » de ces investissements est envisagée en bloc, par la cession des portefeuilles constitués ou des actions des OPCI dédiés.

La structuration de ces fonds passe souvent par des structures de tête Luxembourgeoises, plus flexibles que les OPCI (limités à l'achat en vue de la location) et qui permettent l'optimisation de la fiscalité des plus values.

4. CHARLES-MARIE JOTTRAS – GROUPE FEAU

Selon le groupe Féau, la photographie du marché parisien des appartements des beaux quartiers, assombrie depuis l'été 2008 pour la première fois depuis dix ans, retrouve de l'éclat.

Dans le climat délétère créé par des nouvelles toujours plus alarmistes de dépréciations des biens immobiliers, le groupe Féau, apporte son éclairage sur un segment spécifique du parc résidentiel parisien.

Composé de 200 personnes, le groupe Féau s'est spécialisé dans les transactions d'appartements de plus de 1 million d'euros effectuées dans les quartiers bourgeois de la capitale.

Le marché des appartements des beaux quartiers parisiens n'a rien à voir avec le reste du marché du logement en France. Plus de 95 % des appartements de cette gamme de prix élevés sont situés dans les huit premiers arrondissements de Paris, dans le 16e et dans le 17e sud, précise ce professionnel, c'est là que se signent 98 % des achats de biens dont les valeurs dépassent 1 million d'euros à Paris.

Cette niche représente près de 2.000 ventes par an (chiffre 2007) car, les prix ont grimpé de presque 200 % en dix ans, de 1997 à 2007, cette hausse élargissant le stock des logements chers et le nombre de transactions.

Sur ces quelque 2.000 ventes, les prix de 1.500 d'entre elles étaient inférieurs à 2 millions d'euros, ceux de 250 s'échelonnaient entre 2 et 4 millions et ceux de 50 dépassaient 4 millions. Le nombre des signatures durant le premier semestre 2008 est resté dans la même veine, mais s'est révélé en très nette baisse dès le second semestre.

Le groupe Féau a ainsi enregistré pour la première fois durant cette période « 4 ou 5 désistements » sur 300 ventes en cours. Rien à voir avec le retrait du Russe qui avait signé la promesse d'achat, à un prix stratosphérique de 390 millions d'euros, de la villa Léopolda entre le Cap-Ferrat et Menton. Il fait un procès au vendeur pour tenter de récupérer sa mise de 10 % sur cette transaction qui aurait été, eût-elle été conclue, la plus chère du monde.

Une offre très limitée

Le stock d'appartements neufs à vendre dans les arrondissements évoqués ne représente même pas les doigts d'une main.

Début 2008, on en recensait 7 dans ces 10 arrondissements. Le marché parisien est structurellement en état de pénurie car il ne peut y avoir de création d'offre nouvelle. Ainsi, l'offre résidentielle est contrainte par l'existant et les acheteurs sont limités au marché de l'ancien. Paris est, la seule capitale dans ce cas. Londres et la plupart des métropoles mondiales accueillent des programmes neufs chaque année. Manhattan proposait ainsi annuellement durant ces dernières années 20.000 logements nouveaux. Les disparitions d'emplois dans la finance _ 200.000 annoncées en 2009 après 90.000 en 2008 _ ont déséquilibré le marché, et les prix de vente ont baissé de 25 %. La baisse du nombre de transactions à New York portant sur des appartements de plus de 1 million d'euros est évaluée à 60 % au premier trimestre 2009 par rapport à la même période de 2008.

Cette rareté du logement neuf ou restructuré à Paris est la résultante de l'obligation de produire 25 % de logements sociaux dans ces quartiers. A tel point que les promoteurs intéressés par les ventes récentes des immeubles du 7e arrondissement appartenant à l'Etat ont dû renoncer à réaliser des logements, non concurrentiels par rapport aux bureaux. Cette impossibilité est typiquement parisienne, contrairement au reste de la France où existent du foncier et des programmes neufs. Selon la Fédération des promoteurs-constructeurs, le stock compte 5.200 appartements neufs achevés en attente d'acquéreurs et 45.000 en travaux.

Typologie des acquéreurs aisés

Alors que les ventes de logements en France comptabilisées par le Conseil supérieur du notariat ont fait l'objet de 802.000 actes en 2007 et 667.000 en 2008 (-16,9 % d'une année sur l'autre) et dépendent de l'activité salariale des candidats à l'achat puisqu'elle détermine leur capacité d'emprunt, Féau dispose sur les 2.000 ventes annuelles d'appartements haut de gamme de 1.000 à 1.500 offres. 1.100 aujourd'hui pour lesquelles la plupart des vendeurs n'acceptent pas de conditions suspensives.

Le prix de l'appartement moyen vendu par Féau s'établit à 1,650 million d'euros. Plus la somme est élevée, plus la proportion d'étrangers est importante.

Au-delà de 4 millions d'euros, 70 % des acheteurs sont non résidents fiscaux. Et au-dessus de 20 millions, 90 % sont originaires du Golfe et des pays émergents.

On est sur un marché de conservation du capital, pas sur un marché du logement. Le Russe, l'Ukrainien ou le prince des Emirats qui déboursent plus de 60 millions d'euros ont en commun de vouloir investir dans un pays au régime et à la monnaie stables.

Le groupe Féau voit revenir en France des Français de Londres, sous le double effet, de la crise et du bouclier fiscal. Les plus imposés constituaient jusqu'en 2007 la principale source de produits à vendre, les propriétaires d'un bien de plus de 10 millions d'euros préférant vivre en Suisse et surtout en Belgique.

Sur ce marché étroit, les acheteurs ne peuvent pas instituer le rapport de forces qui se joue dans les villes où l'offre est abondante. Pour autant, ils ont appris à négocier et les promesses de ventes se signent aujourd'hui avec une décote de 10 à 15 % par rapport au deuxième trimestre 2008.

Les vendeurs ont accepté la baisse des prix beaucoup plus vite que lors de la crise de 1991 à 1995, où il avait fallu quatre ans alors que les notaires du marché parisien ont transmis fin décembre des valeurs qui faisaient état d'une baisse limitée à 2% sur Paris, correspondant à l'enregistrement de promesses de vente d'avril 2008. Il y a bien un décalage de neuf à dix mois entre les seules statistiques fiables et la réalité d'aujourd'hui.

Pas de braderie

Les vendeurs se sont adaptés et les acquéreurs jouent au plus fin mais la grande braderie n'aura pas lieu.

Sur la base des prix qui ont pris acte de la baisse, le nombre de ventes croît de façon sensible.

Le groupe Féau anticipe une augmentation de plus de 50 % de ses ventes en mars par rapport à la moyenne des derniers mois, et qu'avril sera encore meilleur. Les prix vont peut-être encore baisser mais plus très longtemps sur ce marché.

Acteur dans les opérations de ventes à la découpe, le groupe Féau constate que les « gens sont très acheteurs », qu'ils soient locataires des lieux ou accédants extérieurs. Preuve que le placement dans l'immobilier résidentiel, actif tangible, recommence à séduire des investisseurs dépités par les placements financiers.

Quelques mots sur les intervenants :

Frédéric Tempel – AXA Investment Managers

Frédéric Tempel est responsable de l'équipe de gestion de portefeuilles immobiliers cotés chez AXA Investment Managers Paris.

Il a débuté sa carrière en 1996 comme analyste quantitatif chez AXA Investment Managers à Paris puis à Londres. Il est ensuite devenu gérant de portefeuilles diversifiés et d'actions internationales avant d'être gérant de portefeuilles actions européennes.

Frédéric est diplômé en finance de l'Ecole Supérieure de Commerce de Paris et d'un certificat d'analyse financière de l'EFFAS.

Eric Cosserat – Perial

Diplômé de l'ISG, Eric Cosserat débute sa carrière en 1987 à la Banque Française de Commerce Extérieur à New-York, en tant qu'analyste financier. Il crée en 1990 Afidinter, filiale du GPD (Groupe de Participation et de Développement), spécialisée dans la promotion de produits d'épargne et d'assurance-vie, avec pour réseau de distribution des CGP indépendants.

En 1994, il devient Responsable du Service Clients de LA PARTICIPATION FONCIERE à la COFRAG (Compagnie Française d'Administration et de Gestion), société de gestion des SCPI PF.

Depuis 1996 Eric Cosserat occupe la Présidence du Directoire du GPD, devenu Perial en 2006.

Il est également depuis 1999 Président Directeur Général de la COFRAG, devenu Perial Asset Management en 2007.

Eric Cosserat est également Membre du Bureau et du Conseil d'Administration de l'ASPIM (Association Française des Sociétés de Placement Immobilier) et Administrateur de L'EIF (Institut de l'Epargne Immobilière et Foncière).

Laurent Halimi – Weinberg Capital

Laurent Halimi a rejoint Weinberg Capital Partners mi 2007 en tant qu'associé, afin de créer et gérer une activité de gestion de fonds immobiliers. Un premier fonds, Weinberg Real Estate Partners #1, doté de près de 100 m€ de fonds propres, est en cours d'investissement.

Avant de rejoindre Weinberg capital Partners, il était depuis janvier 2005 directeur des investissements de CDP Real Estate Europe, la plateforme d'investissement et de gestion d'actifs du groupe immobilier de la Caisse de Dépôt et Placement du Québec. Durant cette période, Laurent Halimi et son équipe ont réalisé plus de 2 milliards d'euros d'investissements en France, en Allemagne et en Angleterre, dont l'acquisition de Lucia, une foncière cotée à Paris.

Il a également fondé en 2002 et dirigé la plateforme Italienne de CB Richard Ellis Investors, la filiale Investissements et Gestion d'Actifs de CB Richard Ellis.

Auparavant, de 1998 à 2002, il était chez GE Real Estate Europe, d'abord en tant que Deal Leader, puis en tant que Managing Director, responsable de l'évaluation, des due diligence, de l'approbation et du closing des transactions en France et en Belgique. Il était précédemment associé chez SOPARGEM, où il avait cofondé la SCPI Pierre 48 et la foncière PAREF. Laurent Halimi est diplômé d'HEC.

Charles-Marie Jottras – Groupe Féau – Membre de l'AFFO

Titulaire d'un DEA de droit et diplômé de l'Institut d'Etudes Economiques et Juridiques Appliquées à la construction et à l'habitation, Charles-Marie Jottras débute sa carrière en 1979 en tant que Conseiller du Président de la Fédération Nationale de l'Immobilier.

Il rejoint le Groupe FEAU en 1985 au poste de Directeur Adjoint de D. Féau SA puis devient en 1987 Président Directeur Général de Féau Gestion. Charles-Marie Jottras occupera ensuite successivement les postes de Directeur Général de Féau Hampton Résidences, Directeur général de Féau Résidences, Président Directeur Général de De Féau Hampton Meunier C et de F »au commercialisation.

Président de Daniel Féau depuis 2001, il est également Président du Conseil d'Administration du groupe Féau-Dauche depuis 2008.

Charles-Marie Jottras est Chevalier de l'Ordre du Mérite.