

CYCLE INVESTISSEURS

« Le grand écart des valeurs ! »

Mercredi 8 décembre 2017, de 14H30 à 16H00

Débat animé par **Gaël THOMAS**, Directeur de la rédaction BUSINESS IMMO

Intervenants :

- ❖ **Béatrice GUEDJ** : Directrice de la Recherche et des Etudes – IEIF
- ❖ **Nils VINCK** : Directeur Capital Markets France – CUSHMAN & WAKEFIELD
- ❖ **Fabrice FUBERT**: Directeur Général – Associé – THE RETAIL CONSULTING GROUP
- ❖ **Laurent BABELON**: Head of Investments – AEW

L'objet de la conférence est de s'interroger sur l'existence de grand écart des valeurs ou de la formation d'une bulle sur certaines classes d'actifs. Une analyse globale des investissements sera faite, puis nous verrons la place des actifs secondaires, ainsi que la stratégie des investisseurs sur les différentes catégories d'actifs.

Est-ce que la flambée des prix frappe tous les actifs « Core » en Europe ou, est-ce une exception Française ?

Béatrice GUEDJ : Directrice de la Recherche et des Etudes – IEIF

La flambée des prix qui est constatée au niveau européen, s'explique par plusieurs phénomènes :

- Tout d'abord, par un phénomène purement monétaire dû à la mise en place d'une politique d'assouplissement en 2013, à une forte baisse des taux, ainsi qu'à la collecte des différents

véhicules d'investissement (SCPI, OPCI ...). La reprise de la croissance au niveau européen a incité les investisseurs, dans un premier temps à placer de manière défensive, et au regard des divergences, ils ont accéléré leurs investissements en France et en Europe. Cela s'est traduit par une reprise de la croissance dans la zone Euro, et notamment au niveau des zones « Prime ».

- Ensuite, par un phénomène de métropolisation, c'est à dire, la concentration de la croissance économique au niveau des métropoles. Aujourd'hui 75% de la croissance européenne est concentrée dans les grandes villes d'Europe, ce qui n'était pas le cas auparavant où elle était de l'ordre de 40 à 45%.

Toutes ces métropoles européennes ont une croissance économique supérieure à la moyenne observée au niveau domestique. Ce phénomène contribue à la fracture du territoire et explique les divergences de croissance entre les dix grandes métropoles Françaises et le reste du territoire.

La conséquence sur le marché de l'immobilier est la segmentation des marchés, les investisseurs se concentrent sur ces zones de richesses.

- A cela s'ajoute la surenchère sur des actifs « Prime », il y a des dynamiques locales qui peuvent être sources d'opportunités. Les investisseurs sont confrontés à un manque de croissance en région et se plaignent d'une pénurie d'offre d'actifs relativement sécurisés. Ils sortent donc des marchés domestiques pour aller dans la zone Euro et retrouver des relais de croissances similaires à celles qu'ils auraient eues, par exemple en Ile-de-France.

En France, les indicateurs sont plutôt bons, cependant ils ne sont pas représentatifs de l'ensemble du territoire.

Laurent BABELON: Head of Investments – AEW

Nous observons de très belles dynamiques des marchés plutôt secondaires, qui ne sont pas forcément dues à la métropolisation, mais plutôt au renouvellement considérable du stock en tertiaire, notamment avec la rotation des actifs et avec d'autres phénomènes.

Le marché français est assez particulier, la ville de Paris et sa position ultra dominante sur l'ensemble des marchés régionaux ; la part d'investissement entre Paris Ile-de-France et le reste de la France est plutôt assez stable historiquement

Nils VINCK : Directeur Capital Markets France – CUSHMAN & WAKEFIELD

Le taux prime parisien a plutôt tendance à se stabiliser et devrait commencer à s'assouplir en 2018, ce qui constitue un élément très marquant. La convergence des taux, le rétrécissement de l'écart des taux « Prime » entre le QCA (Quartier Central des Affaires) et la première couronne est particulièrement faible pour le marché de bureaux.

Fabrice FUBERT : Directeur Général – Associé – THE RETAIL CONSULTING GROUP

L'analyse du commerce est plus complexe, celui-ci n'est pas épargné par la métropolisation. Les grandes enseignes commencent à désertter certaines petites villes de moins de 50.000 habitants. Le manque de contrôle de l'urbanisme sur le développement des zones périphériques, a aussi contribué à ce phénomène.

Avant, le commerce avec la propriété commerciale, c'était 0% de taux de vacance, aujourd'hui dans certaines villes, le taux de vacance est à deux chiffres.

Les taux de rendement sur les actifs « Prime » / « Core » ont atteint un plancher, est-ce vrai ?

Nils VINCK : Directeur Capital Markets France – CUSHMAN & WAKEFIELD

La tendance serait plutôt une légère décompression sur les taux « Prime » ou « Core ». Sur cette classe d'actifs, la demande des investisseurs, compte tenu des niveaux des prix qui sont attendus, s'est amenuisée. C'est finalement le rapport entre l'offre et la demande qui fixe les prix.

Cependant, la pression restera forte car le Spread avec l'OAT est important : l'OAT sur 10 ans est à 0.45%, soit son plus bas historique ; nous sommes en deçà de la moyenne des dix dernières années.

Pour des raisons financières, il est toujours intéressant d'investir, quand bien même les taux sont extrêmement faibles aujourd'hui.

Fabrice FUBERT : Directeur Général – Associé – THE RETAIL CONSULTING GROUP

Concernant le commerce, il faut distinguer trois classes d'actifs :

- Le marché de la périphérie : il affiche 5% de rendement et se caractérise comme un marché très volatil. Les investisseurs, à la fois étrangers et français, montrent une forte appétence pour cette classe d'actifs ;
- Le marché des galeries commerciales : la question est « *allons-nous vers un réajustement des valeurs ?* » Il y a un vrai manque de profondeur sur cette classe d'actifs aussi bien en termes de demande que d'offre ;
- Les pieds d'immeubles : les investisseurs sont essentiellement intéressés par les dix premières villes de France et Paris, qui présente 2 à 2,5% de rendement pour les meilleurs emplacements.

Laurent BABELON : Head of Investments – AEW

Il existe un point technique qui limite désormais la décompression des taux, il s'agit des fonds propres. Derrière les grands acteurs qui interviennent sur le marché de l'immobilier, il y a beaucoup de collecte de fonds publics (SCPI, Assurance Vie...). Ce sont des véhicules qui sont en collecte ouverte depuis des années. Les millésimes 2016 et 2017 sont venus largement creuser les performances de portefeuilles anciens, ce qui pose des problèmes à ces grands collecteurs.

La différence intellectuelle entre le « Core » et le « premium » : pour certains investisseurs et sur un certain nombre d'actifs, la « métrique » n'est plus le taux. La « métrique » est l'ensemble des valeurs métriques, leur linéarisation sur 10 ans et leur désinflation. C'est ce qui nous permet aujourd'hui de dire, s'il est légitime d'acheter un actif à 2,85% ou à 3,35%.

Béatrice GUEDJ : Directrice de la Recherche et des Etudes – IEIF

La prime de risque est très importante et c'est le cas aussi dans les autres pays européens. Il y a ce sentiment d'acheter cher. Les taux ont atteint un plancher et on s'attend désormais à une décompression des taux. Il est également important de connaître les acteurs les plus agressifs et ne pas oublier qui investit.

On investit généralement sur un horizon long terme (10 ans), avec un business plan, des flux sécurisés... Le rendement en capital reste un plus. On pense avant tout à générer de la croissance locative pour les investisseurs.

Nils VINCK : Directeur Capital Markets France – CUSHMAN & WAKEFIELD

La place parisienne est très recherchée grâce notamment à plusieurs facteurs : l'effet Macron, le Grand Paris avec tous les investissements qui vont être réalisés, les Jeux Olympiques en 2024, et surtout le plus important : l'anticipation en termes de croissance locative extrêmement forte. Les taux sont à mettre en relation avec l'espoir ou non d'un loyer qui peut évoluer fortement à la hausse dans les années suivantes.

Les prix sont finalement « drivés » par les acquéreurs. Pour connaître les taux « prime » l'année prochaine, il faut connaître quels vont être les acteurs les plus agressifs. Cette année les opérations importantes ont été réalisées par les SCPI. L'année prochaine nous devrions voir le retour en force des assureurs.

Actuellement, une opération dans Paris d'environ 200 Millions d'Euros est en cours de cession : un actif complètement structuré et reloué, un actif qui peut être qualifié de « Core ». Les offres reçues ont été majoritairement faites par des assureurs et un investisseur allemand. Il n'y a pas de SCPI ni d'OPCI positionné, on assiste à un changement de typologie d'acteurs.

Quelles stratégies pour les SCPI et les OPCI ?

Laurent BABELON: Head of Investments – AEW

Les SCPI vont être à la recherche de transactions de taille significative pour lesquelles la performance est extrêmement prévisible sur le long terme et qui vont leur permettre de retrouver un peu d'équilibre dans le « *cash on cash* » et la distribution. Les grands clés-en-mains corporates pour lesquels finalement, le taux n'est pas une fonction des déterminants structurants de l'actif mais de la qualité de signature du Preneur, ont été les plus privilégiés.

Quels sont les nouveaux investisseurs ?

Nils VINCK : Directeur Capital Markets France – CUSHMAN & WAKEFIELD

Les nouveaux investisseurs qui arrivent, font un peu abstraction des fondamentaux de l'immobilier pour être plus sur des fondamentaux financiers. C'est le cas par exemple des investisseurs Coréens, qui s'intéressent au marché de la petite couronne et cherchent plutôt une qualité de signature, sur un grand ensemble avec un gros utilisateur et un engagement ferme long terme, de manière à sortir un rendement après financement supérieur à 6%. Le « driver » principal est la rentabilité qui pourra être donnée au porteur de parts pour ces opérations.

Quelles sont les classes d'actifs alternatifs ?

Béatrice GUEDJ : Directrice de la Recherche et des Etudes – IEIF

Aujourd'hui sur l'investissement européen, 40% des engagements sont représentés par les actifs de bureaux. Depuis 2 à 3 ans, on observe une accélération des engagements sur les classes d'actifs alternatifs (hôtellerie, résidences gérées...). Les investisseurs s'orientent vers une gestion dynamique et vont sur ces classes alternatives afin de propulser leurs performances.

Laurent BABELON Head of Investments – AEW

Ces actifs dit « alternatifs » n'auront jamais la profondeur et la capacité d'assurer un repositionnement ou un rééquilibrage car le volume des transactions reste faible. Il est difficile de bâtir une stratégie avec ces actifs sur un court – moyen terme.

Par ailleurs, il y a une limite à ces actifs alternatifs, sans expertise sur le sujet ainsi qu'une capacité de maîtrise et de gestion remarquable, c'est l'échec assuré.

Comment se porte le marché de la logistique ?

Laurent BABELON: Head of Investments – AEW

Le taux de rendement sur la logistique avoisine les 4%.

La logistique est un des nouveaux formats du commerce. Ceci explique largement les paris pris par les gros investisseurs et en particulier AEW, qui ont été des paris gagnants. Il faut savoir que L'e-commerce vient consommer 50 à 70% des surfaces.

Fabrice FUBERT : Directeur Général – Associé – THE RETAIL CONSULTING GROUP

Le commerce souffre en effet de l'e-commerce, ce dernier a enregistré une croissance entre 2015 et 2016 de 15%. L'e-commerce à maturation représentera 25% des parts de marché, il aura forcément un impact sur l'immobilier de commerce qui n'est plus considéré comme une valeur refuge par excellence. On parle de phénomène « *phygitalisation* » traduisant la conjonction entre le commerce physique et la digitalisation.

Béatrice GUEDJ : Directrice de la Recherche et des Etudes – IEIF

Aujourd'hui le grand gagnant apparaît comme le secteur de la logistique, avec une croissance des VLM (valeur locative de marché) des plus élevée. Ce secteur exige néanmoins une maîtrise parfaite afin de générer de la performance à long terme.

En France, le e-commerce vient « cannibaliser » le commerce physique, phénomène observé également dans d'autres pays et principalement aux Etats-Unis où les territoires relativement pauvres ont été particulièrement touchés.

Certains investisseurs ont pu anticiper ce phénomène, comme Unibail qui s'est séparé des actifs secondaires à partir de 2010 et 2011, considérés comme « actifs arrivés à maturité », pour aller recycler du capital ailleurs notamment sur des grandes métropoles étrangères.

Le commerce n'est plus la classe résiliente dont on parlait encore avant 2008/2010, qui était alors le marché le moins volatil. Aujourd'hui, ce marché est fracturé, il existe un écart de valeur très important entre les très bons actifs et les actifs moins bons.

Centres villes à l'abandon et centre commercial en déshérence, comment la France se transforme en friche commerciale ?

Fabrice FUBERT : Directeur Général – Associé – THE RETAIL CONSULTING GROUP

Produits liquides ou non-liquides ? Certains produits sont tellement illiquides qu'ils n'intéressent aucun investisseur même dit « opportuniste ». Ces actifs doivent être repositionnés et restructurés.

Béatrice GUEDJ : Directrice de la Recherche et des Etudes – IEIF

A Paris, les pieds d'immeubles, les centres commerciaux et les retails parcs en Ile-de-France fonctionnent très bien, ce qui n'est pas le cas dans plus de 3.600 communes de France où on assiste à une désertification des centres villes.

Laurent BABELON: Head of Investments – AEW

Certaines villes sont vouées à disparaître et ce, malgré tous les efforts des acteurs locaux. Les investisseurs sont partis et ne reviendront pas. Certains centres commerciaux souffrent et sont à la recherche d'un second modèle, car les habitudes de consommations changent. On assiste à un retour vers de la proximité.

On constate par ailleurs, que les choix d'urbanisme dans les autres pays sont différents :

- En Hollande il n'y a pas de centres commerciaux, le gouvernement a fait le choix remarquable de conserver les centres villes historiques ;
- En Allemagne, ils ont réussi à mélanger de la proximité et de la centralité dans les villes.

Comment se traduit la stratégie de détention du retail ?

Laurent BABELON: Head of Investments – AEW

Lorsque que l'on fait une gestion pour compte de tiers, on n'a pas une stratégie mais « des » stratégies : on gère 9 Milliards d'Euros d'actifs en retail mais la logique est très différente que celle d'un Unibail par exemple. Le niveau de risque moyen des centres commerciaux en France a nettement augmenté, cela nous amène à être beaucoup plus sélectif et vigilant.

Un centre commercial c'est comme un « *toboggan* » : à partir de 10% à 15% de vacance, c'est un buzz général et le phénomène « boule de neige » se met en place. Certains investisseurs laissent les cellules aux enseignes sans loyers, juste pour ne pas les laisser vacantes et éviter ce phénomène « domino ».

Béatrice GUEDJ : Directrice de la Recherche et des Etudes – IEIF

Plus les enseignes sont agglomérées, plus elles génèrent du chiffre d'affaires. Quand l'une commence à souffrir, l'autre aussi voit son chiffre d'affaires baisser et son taux d'effort augmenter et elle finit par partir : on parle du phénomène cumulatif.

Quels sont les actifs qui flanchent, en bureaux ?

Nils VINCK : Directeur Capital Markets France – CUSHMAN & WAKEFIELD

La totalité de Paris fonctionne merveilleusement bien ainsi que la première couronne qui est bien desservie. Le reste est considéré comme des actifs secondaires.

Le marché est très professionnel, il existe une sélectivité extrêmement forte pour les acquisitions. Si un actif ne correspond pas exactement à la feuille de route, il n'y a pas d'offre.

Sur les actifs secondaires, généralement il n'y a pas de transaction, car les offres sont basses, et les investisseurs préfèrent garder l'actif et faire un travail d'asset management afin de maximiser la valeur de cession.

Sur le marché de bureaux : 70% des transactions se font sur du « Core », et les 30% restant se répartissent sur les opérations à valeur ajoutée et opportunistes. Sur les levées de fonds, c'est exactement l'opposé qui s'opère, elles sont faites principalement pour les opérations à valeur ajoutée et opportuniste. On observe un manque d'offres pour ces derniers car les investisseurs ont la main sur leurs actifs et ne souhaitent pas les céder à une valeur sous-évaluée.

Sur certains actifs « value add », la valeur se rapproche de celle du « Core ».

Les utilisateurs sont de plus en plus exigeants, et souhaitent être proche des nœuds de transports.

Certains investisseurs sont très fébriles quant à la croissance de la VLM en raison des mesures d'accompagnement qui sont de plus en plus importantes.

Laurent BABELON: Head of Investments – AEW

Le « Manage to Core » : il s'agit d'opérations sur des actifs qui ont des attributs du « Core », mais ils sont vides et pas aux normes. Après une restructuration complète et une mise aux normes, ils sont

remis sur le marché de la location. Au final ces opérations ne représentent pas de risques, seulement des coûts.

Béatrice GUEDJ : Directrice de la Recherche et des Etudes – IEIF

Les classifications « Core », « Core plus », « Value add », et « Opportuniste » représentent à chaque fois un couple rendement/risque. Cependant il existe des actifs avec beaucoup de risque et sans rendement.

Synthèse écrite établie par Ouerdia Amini, Kathyba Aïtouakli et Ismahène Ben Brahim, étudiantes au DESUP IMMOBILIER D'ENTREPRISE de l'Université Paris 1 – Panthéon Sorbonne