



Analyses & Evolutions

# L'immobilier coté en Europe

Janvier 2011

**Allianz**   
Global Investors



# Contenu

L'immobilier coté en Europe	3
I – Le marché immobilier en Europe	5
II – Les facteurs de valorisation	7
III – Les cycles immobiliers	9
IV – Le secteur immobilier et les autres segments d'actifs	12
V – Les perspectives actuelles de l'immobilier coté	13

# L'immobilier coté en Europe

Dans l'esprit des investisseurs particuliers ou institutionnels, l'immobilier présente l'image de revenus solides, récurrents et prévisibles. Son modèle d'exploitation, fondé sur la location d'actifs, est simple et facile à comprendre.

L'immobilier coté fait référence à des sociétés de portefeuilles immobiliers, dont les actions peuvent être achetées ou vendues en bourse du jour au lendemain.

L'immobilier coté s'est révélé très rémunérateur. Sur 20 ans au 31 décembre 2010, la performance des foncières cotées à Paris (cf. Gr. 1) ressort à 158% (4.85% l'an). Pour les actions françaises (SBF 250), la performance atteint 180% (+ 5.28% l'an). De fin 2002 à fin 2010 (cf. Gr. 2), la performance atteint 9.52% l'an, soit environ 5% de plus que les actions françaises (SBF 250). Ailleurs en Europe (IEIF REIT Europe), la performance est moindre, puisque de 3% contre 1.98% pour l'Eurostoxx 50 (cf. Gr. 3)

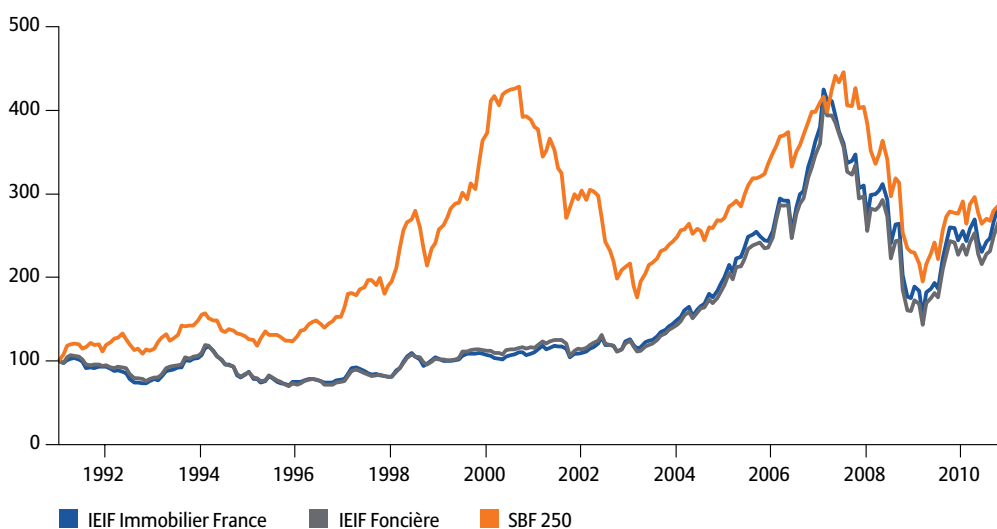
Cependant, l'immobilier coté fait preuve d'une volatilité en contradiction avec son image sécuritaire dans l'esprit des investisseurs.

Entre ses points bas de mars 2003 et points hauts de 2007, la performance de l'indice IEIF des Sociétés d'Investissement Immobilier Françaises atteint 268% et celui de son équivalent européen 182%. Mais entre les plus hauts de 2007 et les plus bas de mars 2009, les replis sont de 69.6 et 77.8% respectivement. Depuis les plus bas de 2009, les rebonds sont de l'ordre de 90%.

Cette volatilité de l'immobilier coté résulte de sa rareté au regard de l'intérêt qu'il suscite.

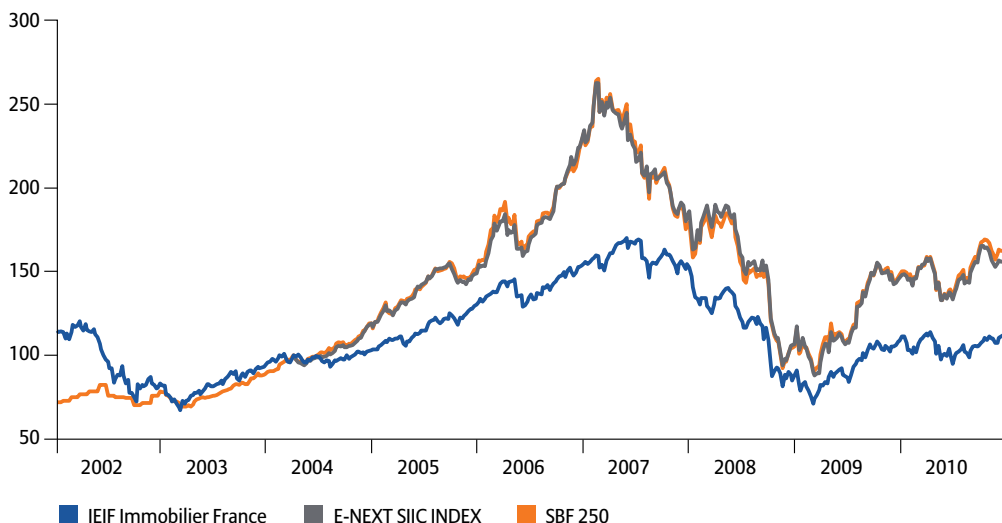
Il en effet marginal par rapport à l'ensemble des actifs cotés. Fin 2010, les 46 SIIC cotées à Paris répondant au statut de SIIC représentaient plus de la capitalisation de la place, contre seulement 1.2% en 2002.

Graphique 1: Les performances de l'immobilier en France depuis 1990



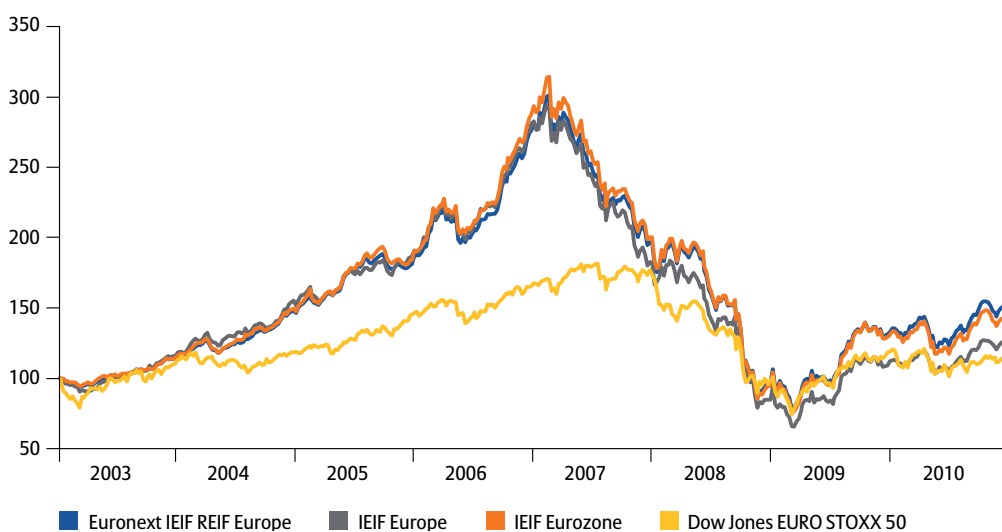
Source: Thomson Reuters Datastream; illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux

Graphique 2: Les performances de l'immobilier en France depuis 2002



Source: Thomson Reuters Datastream; illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marches Capitaux

Graphique 3: Les performances de l'immobilier en Europe depuis 2002



Source: Thomson Reuters Datastream; illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marches Capitaux

Aujourd'hui que les perspectives de croissance économique paraissent fragiles, que les marchés d'actions sont modérément évalués, quel peut être le potentiel de l'immobilier coté ?

Avant de répondre à la question, nous définissons les contours de l'immobilier coté en

Europe (1), les facteurs qui contribuent à sa valorisation (2) avant d'examiner de quelle manière ils ont influencé le cycle immobilier (3). Enfin, l'examen de son comportement relatif par rapport aux autres segments d'actifs (4) précèdera l'évaluation de ses perspectives dans un avenir prévisible (5).

## I – Le marché immobilier en Europe

Le marché de l'immobilier en Europe n'est pas unique. Sa multiplicité tient autant à la diversité des usages qu'aux spécificités des différentes économies nationales.

### La diversité d'usages

#### A – Le logement

Les premières foncières cotées créées au XIX siècle étaient principalement investies en logements. Depuis 10 ans, les foncières ont progressivement abandonné l'immobilier de logement au profit de l'immobilier d'entreprise, car la rentabilité du premier est apparue plus faible :

- Le revenu du propriétaire est amoindri par la protection dont bénéficie le locataire particulier. La revalorisation des baux est plafonnée, et l'expulsion de l'occupant indélicat encadrée.
- Les frais d'exploitation d'un parc de logements sont, à surface égale, plus élevés que ceux d'un parc de bureaux. Les locataires sont plus nombreux, les infrastructures et espaces communs plus importants, la gestion et l'entretien plus onéreux.

#### B – Le bureau

Le bureau ne présente pas les défauts du logement. Moins protégé par la loi, l'occupant est davantage soumis aux variations du marché. La surface louée par chaque locataire est plus grande, et requiert moins de personnel administratif. Aussi est-il plus rentable.

Il est souhaitable que les locaux soient modulables. Ils s'adaptent alors sans frais particuliers aux besoins d'un plus grand nombre de clients, contribuant à la fluidité du marché. La qualité de l'emplacement et des prestations deviennent alors les variables déterminantes du loyer.

#### C – Les galeries marchandes

La multiplication et la diversification des commerces à proximité des grandes surfaces sont à l'origine des galeries marchandes. Indépendantes des grandes surfaces qui leur ont donné naissance, elles accueillent aujourd'hui des services, des laboratoires médicaux, des antennes administratives, des restaurants, des cinémas, etc. Elles deviennent ainsi des « lieux de vie ».

Le loyer des magasins représente de 10 à 12% du chiffre d'affaires. Lorsque celui-ci diminue, la part du loyer augmente ; elle reste supportable en deçà de 15%.

La rentabilité d'une galerie marchande est de l'ordre de 6%. Elle devrait ressortir à 7/8% pour les unités actuellement en construction.

#### D – Les locaux d'activité

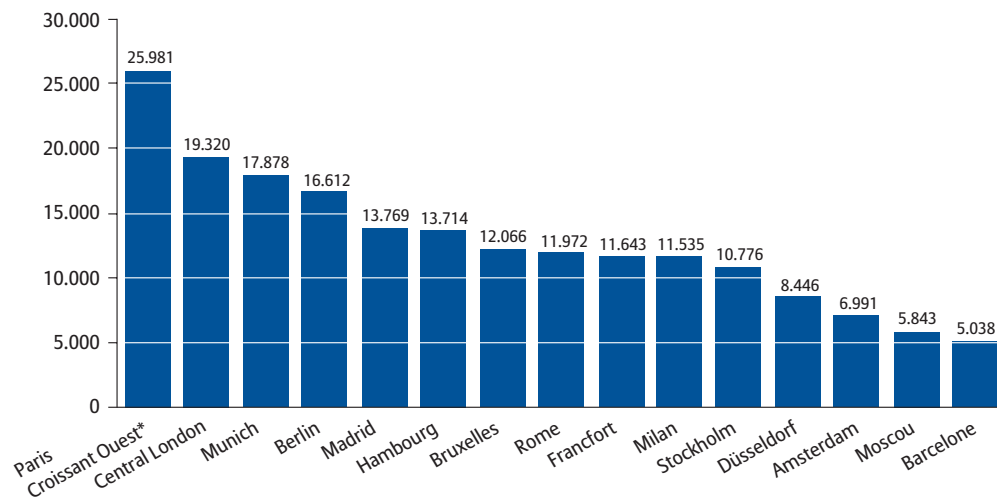
Depuis 20 ans, les entreprises se recentrent sur leur savoir faire.

Ainsi, les groupes hôteliers se séparent-ils de leurs murs, les groupes médicaux ou paramédicaux de leurs cliniques. Difficilement reconvertibles à d'autres usages, ces actifs sont loués dans le cadre de baux de (très) longue durée à des sociétés d'exploitation jugées suffisamment fiables. Leur rendement moyen est estimé aux alentours de 7%.

Les entreprises sous-traitent également leurs activités de logistique. Ainsi les métiers du transport et du stockage ont-ils pris leur essor, s'articulant autour d'entrepôts polyvalents ou spécialisés, à proximité des nœuds de communication. La rentabilité de ce type d'actifs approche 9%, mais elle est très sensible à l'activité économique. Leur valorisation à terme est incertaine.

#### Graphique 4: L'immobilier de bureaux en Europe

Les parcs de bureaux en Europe en milliers de m<sup>2</sup>



\* y compris La Défense

Source: IEIF – Pôle Immobilier, d'après Jones Lang LaSalle et ORIE/DREIF: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux

#### La diversité des marchés géographiques.

Le marché immobilier en Europe (cf. Gr. 4) est dominé par deux places majeures, Paris et Londres. Le marché immobilier y est profond, le prix du m<sup>2</sup> élevé et les foncières cotées nombreuses.

Le marché parisien de bureaux, le premier par sa taille, compte 40 millions de m<sup>2</sup>. Il est relativement peu cyclique, car sa clientèle est très répartie sur divers secteurs d'activités. Plusieurs acteurs, dont l'origine remonte à l'après-guerre, ont gardé un noyau dur d'actionnaires.

Le marché de bureaux londonien compte 35 millions de m<sup>2</sup>. Il est plus cher que le marché parisien, car les entreprises financières, qui représentent une part importante de la clientèle, exigent des prestations de grande qualité. Il est également plus spéculatif et plus cyclique, car les acteurs ont davantage recours à l'endettement. Fragilisés par la crise, ces derniers ont depuis lancé plusieurs augmentations de capital parfois dilutives, afin de redresser leur situation financière. Les valeurs sont plus liquides qu'à Paris, car elles n'ont pas gardé d'actionnaires de référence.

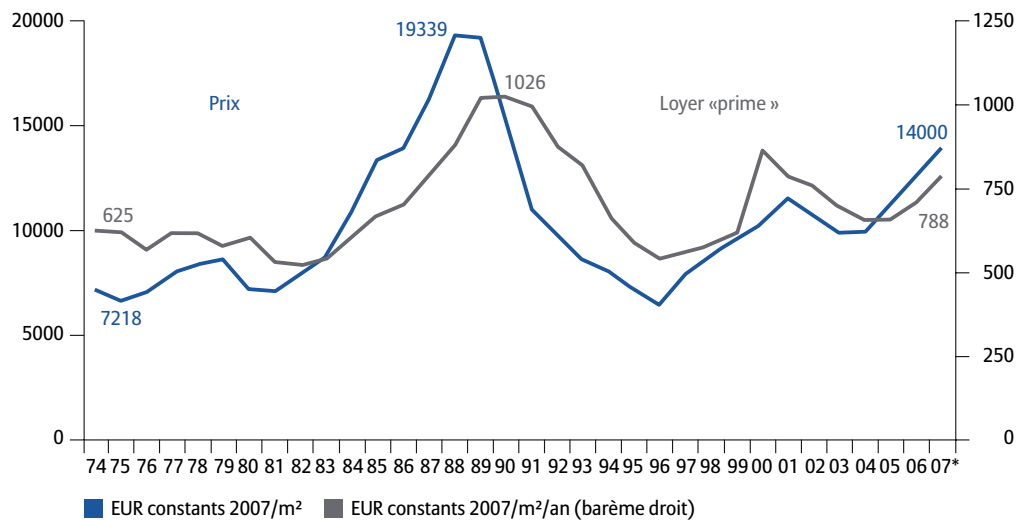
Le marché de bureaux allemand est marqué par la décentralisation des structures de production et de décision. Il est réparti sur sept centres urbains, dont Munich est le premier. La solidité de l'industrie, la moindre importance des services et la faiblesse de la démographie expliquent la stagnation en valeur observée depuis dix ans. Le rendement des actifs de qualité dépasse 5%, ce qui est élevé. Les fonds immobiliers cotés sont rares.

Le marché espagnol a été « laminé » par la crise économique et financière. Les bureaux souffrent moins de surproduction que des conséquences d'une survalorisation. En revanche, les nombreuses ouvertures récentes ou à venir pèsent sur la valeur des centres commerciaux. D'autant que l'effondrement du secteur résidentiel et le chômage pléthorique nuisent à la consommation. Très endettées, plusieurs foncières dépendent aujourd'hui de leurs banquiers (Metrovacesa, Colonial).

Au Bénélux, l'immobilier coté est peu développé. La Belgique compte quelques sociétés moyennes présentes dans les bureaux, les Pays-Bas plusieurs foncières souvent tournées vers l'étranger.

## Graphique 4 bis: Les prix et les loyers « prime »

Valeurs déflatées (bureaux, Paris QCA)



\* estimation IEIF

Source: IEIF – Pôle Immobilier, d'après CBRE; illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux

Le marché italien compte quelques rares sociétés cotées de moindre importance. Elles sont essentiellement présentes sur les centres commerciaux.

## II – Les facteurs de valorisation

L'immobilier offre la double caractéristique d'être à la fois un actif réel et un actif de rente.

### Un actif réel

La valeur d'un actif réel s'apprécie au regard de sa rareté et de son usage. Le talent de l'investisseur est d'identifier l'une et l'autre, et surtout d'anticiper leur évolution probable.

La rareté d'un bien immobilier s'apprécie au regard de son emplacement. Le risque qu'un emplacement de première qualité perde de sa valeur est faible, les chances qu'il en gagne également. Aussi est-il plus intéressant, mais plus risqué, d'identifier les sites susceptibles de se valoriser. Une bonne connaissance des zones de développement, des projets d'équipements collectifs, donc une relation avec les autorités locales, aident l'investisseur à faire les meilleurs choix.

Pour autant que la rareté et l'utilité relatives d'un immeuble perdurent ou s'améliorent, sa valeur résiste à l'inflation (cf. Gr. 4 bis). Il compte alors au nombre des actifs défensifs.

### Un actif de rente

L'immobilier est également un actif de rente. L'investisseur l'acquiert pour les loyers à percevoir, qu'il compare volontiers aux taux longs.

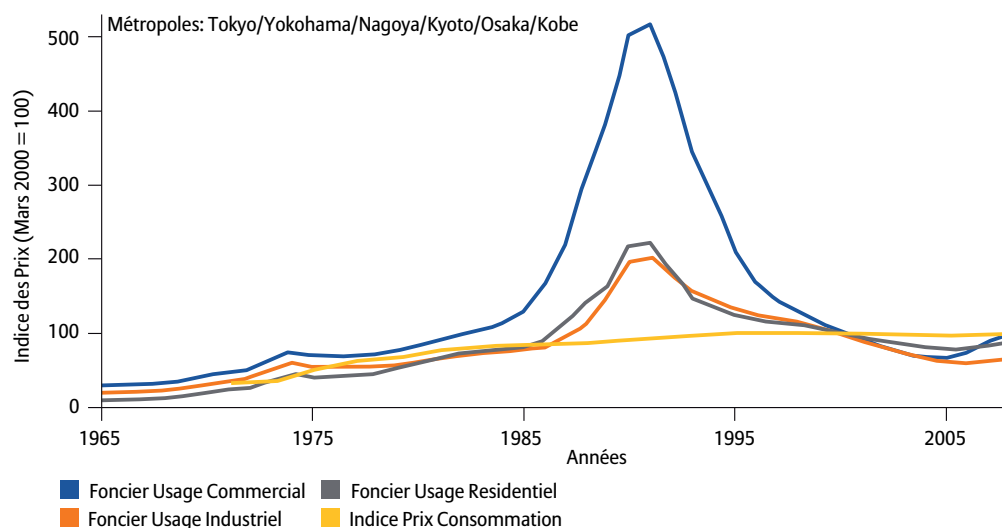
Si la valeur de certains biens est relativement sûre, leurs loyers prévisibles, leur rentabilité supérieure aux taux d'intérêt, l'investisseur peut s'endetter pour les acquérir. Plus il s'endette, plus il améliore la rentabilité du capital investi (effet de levier).

### L'arbitrage

Lorsqu'un immeuble atteint sa pleine valorisation, ou ne répond plus aux critères recherchés, un investisseur est enclin à le vendre.

### Graphique 5: La bulle immobilière au Japon

Indice des prix fonciers des six métropoles japonaises (1965–2008)



Source: Japan Real Estate Institute; illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux

Sa valeur est d'autant plus élevée qu'il présente d'avantages. Localisation, souplesse d'utilisation, coût d'entretien, efficacité énergétique, travaux à prévoir et durée résiduelle des baux en cours entrent en ligne de compte. Le produit de la vente est réinvesti sur d'autres actifs offrant un potentiel de valorisation supérieur.

L'arbitrage d'actifs est ainsi pour les foncières cotées, souvent obligées de distribuer l'essentiel de leur résultat, le seul moyen d'augmenter peu à peu leur portefeuille sans augmenter leur capital.

#### La taille critique

Dans l'industrie ou les services, un acteur atteint la « taille critique » quand l'amplification des effets d'échelle, et la rentabilité qui en résulte, lui permettent de mieux défendre sa part de marché, voire de l'améliorer.

L'immobilier répond moins que d'autres secteurs à cette logique. En effet :

- le service vendu n'est pas consommé immédiatement, mais dans le cadre d'un bail pluriannuel,

- il existe un prix de marché. Le baisser ne permet pas de se rattraper sur la quantité, ni d'améliorer sa part de marché, sauf en creux de cycle,
- la compétition se fait moins sur les prix, que sur la capacité à « créer de la valeur », celle que le client locataire est prêt à payer.

#### La création de valeur

Comme toute entreprise, une foncière cherche à valoriser ses actifs et à en faciliter l'exploitation :

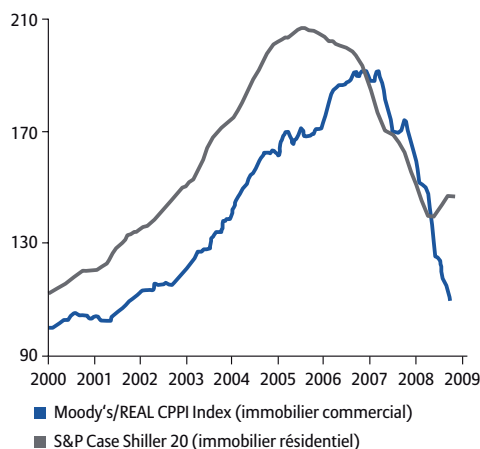
- En identifiant les besoins de la clientèle à laquelle elle s'adresse.

Dans un immeuble de bureaux, la souplesse d'aménagement de l'espace élargit l'éventail des locataires intéressés. Plus facile à louer, il est plus facile à revendre.

Dans une galerie marchande, la conception des lieux, la sélection des enseignes, les animations saisonnières, permettent d'étendre la zone de chalandise ou de monter en gamme. Dans la galerie du Louvre, l'ouverture du magasin Apple améliore la fréquentation, justifiant une revalorisation des baux.

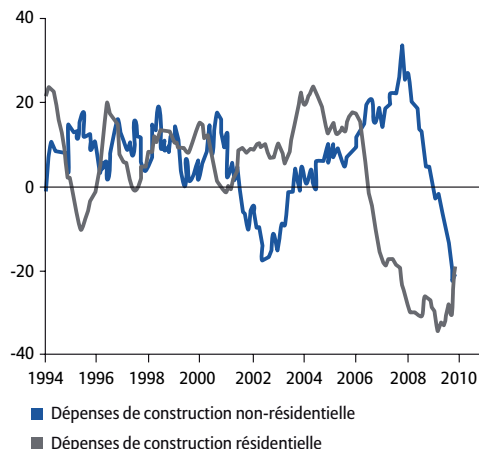
## Graphique 6: Le dernier cycle aux Etats-Unis – Effondrement des prix et des dépenses de construction

Etats-Unis: les prix du marché immobilier résidentiel et commercial



Source: Bloomberg, S&P Case Shiller, BEA; illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux

Etats-Unis: dépenses de construction résidentielle et non-résidentielle en % GA



Source: Census, BEA; illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux

- En réduisant les coûts.

Saturer l'espace existant, acquérir des lots adjacents optimise l'utilisation et l'entretien d'un ensemble. Comparer les coûts induits par chaque locataire livre d'utiles enseignements. Une maîtrise pointue du droit des baux contribue également à la rentabilité du parc.

- En travaillant son positionnement concurrentiel.

Une offre différenciée de celle du voisinage immédiat peut attirer un nouveau segment de clientèle. L'anticipation des normes environnementales à venir réduit les travaux futurs.

Enfin, la détention d'une part de marché importante en Europe sur une niche (les entrepôts frigorifiques), ou un segment d'actif (les galeries marchandes) renforce le pouvoir de négociation vis à vis de clients de taille internationale. Il peut en être de même sur une zone géographique (la City, la Défense) vis à vis d'une clientèle à la recherche de surfaces importantes.

### III – Les cycles immobiliers

L'immobilier connaît des cycles, souvent corrélés à ceux de l'économie et des marchés financiers. Régulièrement, il connaît des hausses de prix déconnectées des fondamentaux. Ainsi, les bulles en France et au Japon (cf. Gr. 5) de 1987 à 1991, en Espagne et aux Etats-Unis (cf. Gr. 6) de 2002 à 2007.

Les facteurs à l'origine d'un cycle sont multiples.

#### Le statut de SIIC/REIT

Avant 2002, la transparence fiscale des foncières cotées à Paris liée au statut de SII ou de SICOMI avait disparu. Les plus-values de cession étant largement imposées, les foncières n'arbitraient plus leurs actifs et souffraient de décotes significatives.

Le statut de Société d'Investissement Immobilier Cotée (SIIC) a été créé en 2002. Il accorde la transparence fiscale, en échange de la distribution de 85% du résultat imposable et de 50% des plus-values. Leur imposition intervient « au niveau » de l'actionnaire.

En adoptant le statut de SIIC et la transparence fiscale qu'elle permet, les foncières ont perdu leur décote (environ 20%), et se sont ré appréciées (environ 25%).

La SIIC est la version française du Real Estate Investment Trust, ou REIT. Ce statut s'est répandu, adopté à Hong Kong en 2005, en Grande-Bretagne en 2006, en Allemagne en 2007, etc.

### Les taux d'intérêt

Les taux d'intérêt influencent doublement le prix de l'immobilier.

Un investisseur compare en effet la rentabilité d'un actif immobilier, actif de rente, avec les taux longs. Si la première est plus élevée, il peut souhaiter y placer son épargne. En recourant à l'emprunt, il améliore encore la rentabilité du capital investi. Soutenu par le flux d'achat, le marché monte.

A l'inverse, si les taux longs deviennent égaux ou supérieurs au rendement de l'actif, le marché immobilier se retourne. Avec la baisse des loyers, la valeur du bien peut devenir inférieure au capital emprunté pour

le financer. Forcé de le revendre, l'investisseur peut perdre jusqu'à la totalité du capital investi, voire davantage ...

### La croissance économique

La croissance économique intensifie les échanges, donc la demande de locaux d'entreprise, donc leur prix. La hausse des prix attire les investisseurs et les promoteurs, et encourage les transactions (cf. Gr. 7).

En haut de cycle économique, la réduction de la demande produit le phénomène inverse. Celui-ci peut être amplifié par les surcapacités, observables ou prévisibles.

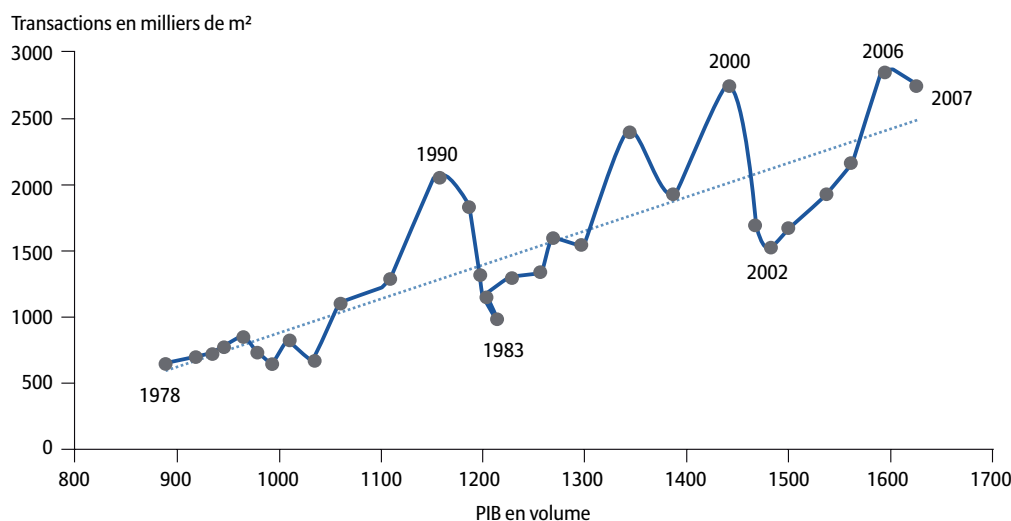
### Les pratiques bancaires

Les banques relâchent souvent leurs critères de prêts en période de croissance économique.

Aux Etats-Unis, à partir de 2002, elles ont promu les crédits immobiliers à taux variable, à l'époque particulièrement bas. Elles ont souvent négligé l'apport en fonds propres des acquéreurs, et parfois gagé certains emprunts sur la croissance future des prix. La titrisa-

Graphique 7: Croissance économique et transactions de bureaux

Croissance économique et transactions de bureaux – Ile-de-France



Source: IEIF – Club Analyse et Prévision, d'après INSEE et CBRE; illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux

tion, qui permettait de contourner les ratios réglementaires, a encouragé ces pratiques.

L'immobilier d'entreprise dans les années 1987-90 en France, 2003-2008 en Espagne ont connu des excès similaires.

En re solvabilisant les emprunteurs de manière illusoire et périlleuse, ces pratiques nourrissent la spéculation.

### Les méthodes de gestion des entreprises

Dans l'industrie et les services, la plupart des entreprises se recentrent sur leur cœur de métier, afin de le porter au meilleur niveau possible. Elles cèdent des activités qu'elles jugent annexes à des professionnels dont elles attendent en retour des prestations de qualité renforcée.

Ces dernières années, l'hôtellerie de chaîne a ainsi renforcé la part des investisseurs dans la détention des murs d'hôtels qu'elle exploite. Les chaînes de cliniques, les exploitants de galeries marchandes, les groupes logistiques ont recouru à la même pratique.

Des foncières ont profité de cette diversification de l'offre d'investissement. Elles ont pu se construire un portefeuille de qualité sur

un segment d'actif particulier, et sélectionner les meilleurs produits et les meilleurs emplacements dans un pays ou à l'échelle européenne.

### La politique d'investissement des foncières

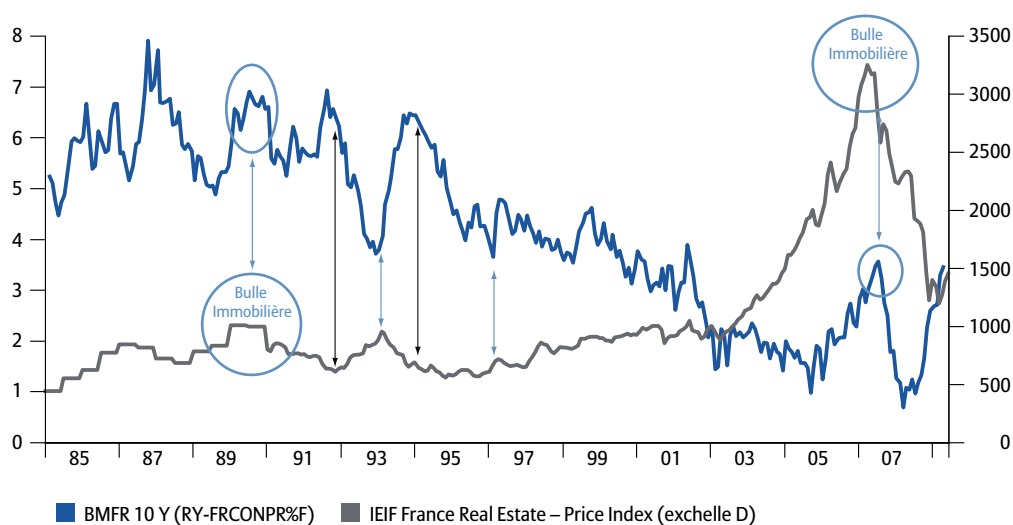
En France, dans les années 2000, le cycle boursier des foncières cotées a été amplifié par l'évolution de leur politique d'investissement. En effet, en cédant leur parc de logements pour en réinvestir le produit dans l'immobilier d'entreprise, les foncières ont sensiblement amélioré la rentabilité de leurs fonds propres et la valorisation de leurs cours en bourse.

### La spéculation

Trois conditions paraissent nécessaires à son essor :

- une faible élasticité de l'offre, du fait de la rareté des terrains et du temps requis pour le construire. C'est l'amorce nécessaire à une hausse des prix.
- l'apparition d'un comportement « moutonnier ». Pour des raisons psychologiques ou patrimoniales, les investisseurs veulent

Graphique 8: L'influence des taux réels sur la valeur de l'immobilier coté



Source: Datastream; illustration: Allianz Global Investors Analyse des Marchés Capitaux

s’immuniser contre la hausse des prix, et l’alimentent,

- un accès facile au crédit qui nourrit la hausse continue des prix.

La majorité des acteurs tend à justifier les excès, à y prendre part ou à regretter de ne pouvoir le faire. Les experts ne sont pas les derniers, car ils y trouvent l’occasion de succès professionnels. Ainsi, « la hausse nourrit-elle la hausse ». La progression des taux longs et la baisse du rendement des actifs finissent par y mettre un terme.

#### IV – Le secteur immobilier et les autres segments d’actifs

Dans l’esprit d’un investisseur, un immeuble de qualité, comme tout bien réel rare, protège de l’inflation. Encore faut-il qu’il n’ait pas été acquis à un prix supérieur à sa valeur fondamentale, sans détérioration de sa valeur d’usage ni de sa valeur relative.

Lorsque l’inflation devient significative, une obligation voit son taux de marché monter afin de maintenir un taux réel positif

(taux nominal moins inflation), à même de rémunérer et de préserver le capital ; mais sa valeur chute. En revanche, un immeuble voit la révision pluriannuelle des baux ralentir l’évolution de ses loyers et son rendement baisser ; mais sa valeur monte.

En période d’inflation, c’est donc le rendement des obligations qui devient supérieur au rendement locatif. En effet, c’est le coupon qui protège le capital d’un investissement obligataire, quand c’est le stock (l’immeuble) qui protège celui d’un investissement locatif.

Comme tout actif, l’immobilier est sensible au taux d’intérêt réel.

Les obligations d’Etat étant l’un des actifs les moins risqués, elles deviennent particulièrement attrayantes lorsqu’elles offrent un taux réel élevé. L’immobilier perd alors de son attrait au profit des obligations comme on a pu l’observer (cf. Gr. 8) :

- en 1986 et 1990, la hausse des taux réels engendre une correction des bulles immobilières,
- en 2007, le cas est plus frappant encore.

Graphique 9: L’immobilier coté, le marché obligataire et le marché des actions : corrélation (1991–2010)

Corrélation 1991–2010	IEIF FR	MSCI EUROPE	GOV 10Y
IEIF FR	100%	50.53%	-10.86%
MSCI EUROPE	50.53%	100%	-20.60%
GOV 10Y	-10.86%	-20.60%	100%

01/01/1991–06/12/2010	IEIF FR	MSCI EUROPE	GOV 10Y
Volatilité annualisée	16.3%	18.5%	7.3%
Performance annualisée	12.0%	10.5%	9.3%
Ratio de Sharpe	0.557	0.407	0.867

Source: Allianz Global Investors IE

Ainsi, l'immobilier (coté) est-il décorrélé des obligations d'Etat, moins nettement toutefois que les actions cotées (cf. Gr. 9).

En effet, l'immobilier coté dépend par nature du marché des actions dont il est l'un des segments. Malgré le caractère défensif des actifs qu'il détient, son évolution boursière est à peine moins volatile que celle des actions sur les périodes 1985/2010 et 1991/2010 (cf. Gr. 10). L'immobilier coté se comporte ainsi davantage comme un actif coté que comme un actif immobilier.

On notera sur la période 1991/2010 (20 ans), l'excellente performance des foncières cotées. Les comportements décevants des actions ces dix dernières années expliquent l'avantage des premières sur les secondes en termes de performance et de ratio de Sharpe. Cependant, sur un horizon plus long (26 ans), l'immobilier coté rapporte moins que les actions, ce qui paraît dans la nature des choses.

## V – Les perspectives actuelles de l'immobilier coté

Plusieurs des ressorts de la hausse exceptionnelle de l'immobilier coté au cours des années 2003/2007 ont aujourd'hui disparu. Le statut de SIIC s'est généralisé, la décote des foncières a fondu, et la mutation du portefeuille des foncières est achevée. La croissance économique est faible, l'infla-

tion se contracte, et la distribution de crédit stagne. Cependant, l'immobilier présente un attrait pour l'investisseur, différent de celui des années passées, plus conforme à son caractère défensif.

En premier lieu, les foncières gardent plusieurs leviers de croissance de leurs revenus à moyen terme.

Tout d'abord, la revalorisation des loyers. En effet, début 2009, l'indice INSEE du coût de la construction permettait de les relever de 10%. L'ampleur de la crise économique et financière a incité les foncières à moduler les majorations légales, parfois en contrepartie d'une prolongation des baux. Au fil du temps, les revenus de location devraient donc rattraper leur retard.

Les foncières disposent de plusieurs autres vecteurs de performance. Dans leur parc, la rénovation progressive d'un volant d'immeubles plus ou moins anciens justifiera la réévaluation des baux. De nouveaux projets de bureaux et de centres commerciaux, lancés voici 2 à 3 ans, dont le potentiel paraît sûr en dépit de la crise, apparaîtront sur le marché. Des réserves foncières disponibles permettront d'étendre les unités existantes ou d'en créer de nouvelles. Enfin, l'amélioration progressive du marché et la diminution du taux de vacances, actuellement 6/7% à Paris et de 8% à Londres contribueront à la progression des revenus.

Graphique 10: L'immobilier coté, le marché obligataire et le marché des actions: performance et volatilité (1985–2010)

01/01/1985–06/12/2010	IEIF FR	MSCI EUROPE	GOV 10Y
Volatilité annualisée	17.5%	18.5%	7.3%
Performance annualisée	8.1%	11.6%	10.0%
Ratio de Sharpe	0.29	0.47	0.97

Source: Allianz Global Investors IE

En second lieu, la valorisation actuelle est dans l'ensemble raisonnable (cf. Gr. 11). D'abord, le rendement avoisine ou dépasse 5%, niveau attrayant au regard du taux des obligations d'Etat. Ensuite, les cours de bourse sont le plus souvent proches de l'actif net réévalué. La survalorisation du 1er semestre 2007, marquée par des rendements de l'ordre de 3 à 4%, inférieurs aux taux longs et des surcotes moyennes de l'ordre de 30 à 40% est révolue.

Apprécies à la juste valeur des immeubles qu'il détient, offrant des perspectives de progression de ses revenus et de ses rendements, l'immobilier coté a sans doute retrouvé le caractère défensif qui le différencie des autres actifs cotés.

Olivier Gasquet  
Achevé de rédiger le 31/12/2010

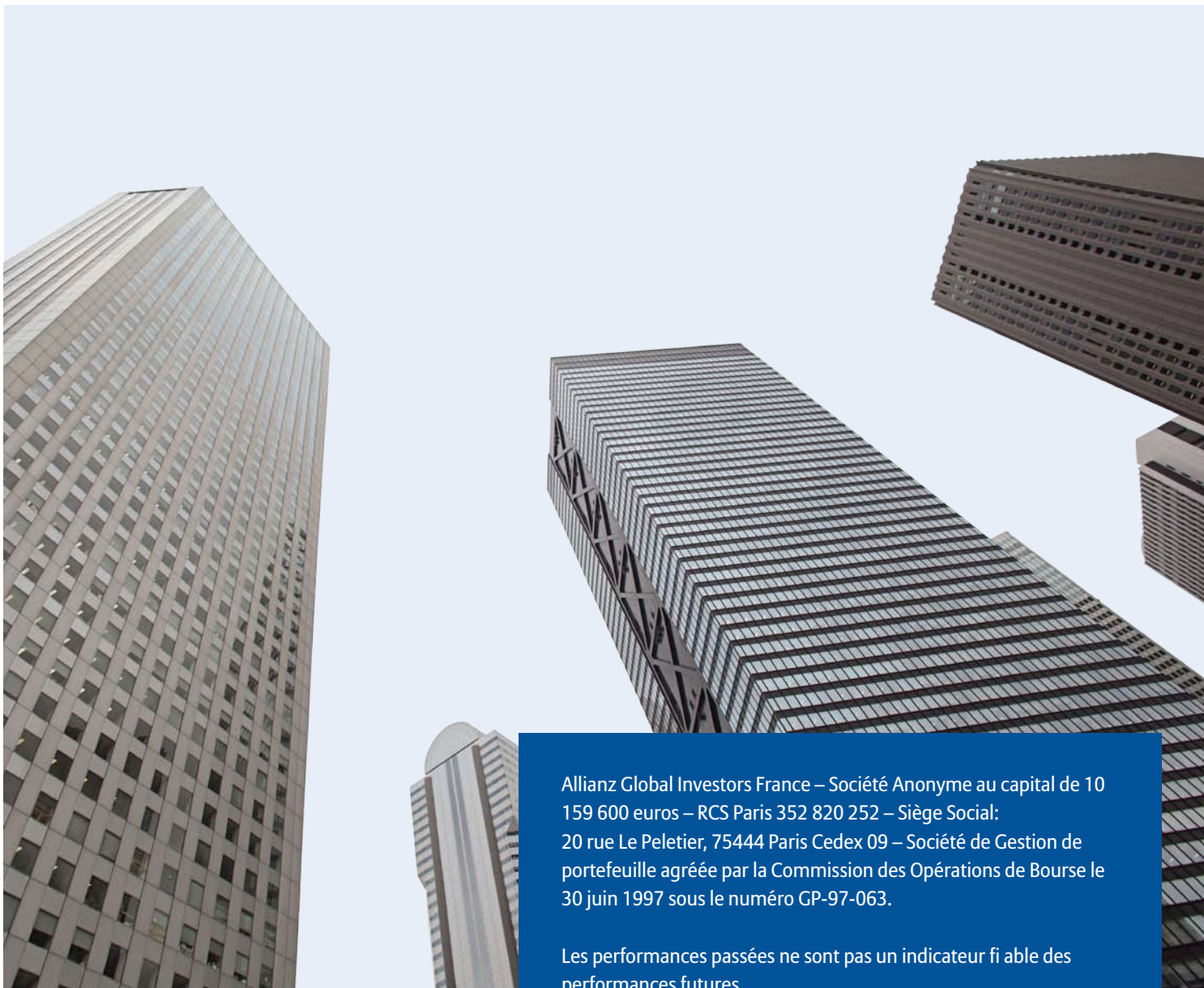
Graphique 11: Valorisation des foncières européennes

	Prime (décote) s/Actifs Net Réé.	Prix/ Cash Flow	Rendement (dividende)
Unibail Rodamco	33%	16.2	5.5%
Klepierre	4%	12.1	4.8%
Foncière des régions	-1%	10.8	6.7%
Silic	-4%	12.2	5.5%
Gecina	-5%	14.3	5.3%
British land	0%	17.1	5.1%
Land Securities	-9%	16.8	4.3%
Hammerson	-9%	22.4	3.9%
Corio	2%	14.8	5.7%
Eurocommercial	13%	16.7	5.3%
Wereldhave	-3%	12.9	6.5%
Castellum	24%	12.3	4.0%
Huvfustaden	27%	23.4	2.9%
Citycon	-9%	13.6	4.5%

Source: Allianz Global Investors IE

## Nos autres publications

Thématique	Titre
Analyses et Tendances	Les vagues longues de la prospérité ou le 6ème cycle de Kondratieff Pour consulter, suivez le lien suivant: <a href="http://www.allianzgi.fr/uploads/tx_agfpublications/Etude_Kondratieff_FR_FR_01022010.pdf">http://www.allianzgi.fr/uploads/tx_agfpublications/Etude_Kondratieff_FR_FR_01022010.pdf</a>
	ISR – Stratégies thématiques – Développement Durable Pour consulter, suivez le lien suivant: <a href="http://www.allianzgi.fr/uploads/tx_agfpublications/ISR_FR_FR_01012011.pdf">http://www.allianzgi.fr/uploads/tx_agfpublications/ISR_FR_FR_01012011.pdf</a>
	Investir pour l'environnement Pour consulter, suivez le lien suivant: <a href="http://www.allianzgi.fr/uploads/tx_agfpublications/EurEco_FR_FR_01122010.pdf">http://www.allianzgi.fr/uploads/tx_agfpublications/EurEco_FR_FR_01122010.pdf</a>
Gestion d'actifs: Les obligations privées	Je m'appelle Bond- Corporate Bond Pour consulter, suivez le lien suivant: <a href="http://www.allianzgi.fr/uploads/tx_agfpublications/CorporateBond_FR_FR_26102010.pdf">http://www.allianzgi.fr/uploads/tx_agfpublications/CorporateBond_FR_FR_26102010.pdf</a>
Gestion d'actifs: Les petites et moyennes valeurs	Petites Valeurs, grandes opportunités Pour consulter, suivez le lien suivant: <a href="http://www.allianzgi.fr/uploads/tx_agfpublications/Petitesvaleurs_FR_FR_28082010.pdf">http://www.allianzgi.fr/uploads/tx_agfpublications/Petitesvaleurs_FR_FR_28082010.pdf</a>



Allianz Global Investors France – Société Anonyme au capital de 10 159 600 euros – RCS Paris 352 820 252 – Siège Social: 20 rue Le Peletier, 75444 Paris Cedex 09 – Société de Gestion de portefeuille agréée par la Commission des Opérations de Bourse le 30 juin 1997 sous le numéro GP-97-063.

Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures.

AllianzGI France s'efforce d'utiliser des informations pertinentes, fiables et contrôlées. Toutefois, AllianzGI France ne saurait être tenue 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 a pour seul objet de fournir à titre d'information une perspective générale de l'environnement macro économique. Par conséquent, les informations contenues dans ce document ne sont pas constitutives d'une offre commerciale ou de conseil d'ordre juridique ou fiscal. Les opinions développées dans la présente publication reflètent le jugement actuel d'Allianz Global Investors France, celui-ci étant susceptible d'évoluer à tout moment. La présente publication ne doit pas être copiée, transmise ou distribuée à des tiers sans l'autorisation écrite préalable d'Allianz Global Investors France.

Document non contractuel.

[www.allianzgi.fr](http://www.allianzgi.fr)

Allianz Global Investors  
Analyse des Marchés Capitaux et Formation Financières

Hans-Jörg Naumer  
Olivier Gasquet  
Dennis Nacken  
Stefan Scheurer

Allianz Global Investors France – Société Anonyme  
20 rue Le Peletier  
75444 Paris Cedex 09