

NOTE HEBDO COVID-19

LA «NOUVELLE NORMALITÉ» DU BUREAU

Alors que le monde traverse une crise d'une nature inédite, et dont l'une des caractéristiques est l'évolution rapide de l'information, il nous a paru utile de partager à une fréquence hebdomadaire notre vision des événements et de leur impact sur les marchés immobiliers. C'est l'objet de cette note qui vous sera envoyée tous les vendredis. Bien entendu, elle ne constitue pas un document contractuel, mais exclusivement le sentiment de marché de Primonial REIM à partir des données disponibles au moment de sa rédaction. Vous pouvez consulter sur : <https://www.primonialreim.com/etudes>, l'ensemble des notes du département Recherche & Stratégie de Primonial REIM et sur <https://www.primonialreim.com/covid-19-coronavirus>, l'ensemble de nos publications relatives au Covid-19.

Semaine du 20 au 24 avril 2020.

Environnement économique : les dernières informations

- Le Fonds Monétaire International a donné son nom à cette crise : le Grand Confinement (The Great Lockdown), et affiné, le 17 avril, ses prévisions de croissance 2020 à la baisse : -3% pour l'économie mondiale, -7,5% pour la zone Euro, -7,2% pour la France. L'institut Xerfi arrive pour la France à une prévision similaire (-7,6%). Tous prévoient un rebond de croissance en 2021 (+4,5% pour la France d'après le FMI), mais l'enjeu aujourd'hui est de savoir si la croissance ultérieure retrouvera son rythme d'avant la crise, ou si elle se situera à un niveau plus bas, du fait des cicatrices durables de la crise : poids de la dette, chômage de masse, épargne de précaution, restriction du commerce international. Les politiques publiques jouent évidemment un rôle déterminant dans ces orientations.
- Les modalités de déconfinement se précisent en Europe. Il est acquis qu'elles s'accompagneront de mesures de distanciation sociale pour une longue durée. Les dates de déconfinement annoncées s'échelonnent entre le 14 avril (Autriche) et le 11 mai (France). On peut déjà, à ce

PAR DANIEL WHILE, MRICS
DIRECTEUR RECHERCHE & STRATÉGIE



stade, faire une différence entre pays européens dans la façon dont ils ont traversé la crise :

o Ceux qui la traversent le moins mal : Allemagne, Norvège, Grèce, Autriche, Islande, Portugal.

o Ceux qui la traversent plus difficilement : Italie, France, Espagne, Royaume-Uni, qui expérimentent au mieux un « plateau » dans le nombre de morts.

Une différence trop grande d'impacts entre pays diminue les chances d'une relance européenne coordonnée, comme on l'a déjà vu lors des réunions de l'Eurogroupe sur les coronabonds.

- Le prix du baril de pétrole a connu un crash sans précédent. C'est l'effet d'une demande qui s'effondre du fait de la crise sanitaire, et de la saturation des capacités d'entreposage.

1. L'immobilier de bureaux : un choc en trois temps

Le bureau est depuis 20 ans le produit phare de l'investissement institutionnel en immobilier en France. Il représente chaque année environ 60% du volume d'investissement immobilier global et monte à 70% pour l'immobilier d'entreprise. Par conséquent il représente l'essentiel des détentions institutionnelles d'immobilier. Il est pour les institutionnels un actif, généralement de détention longue (8-10 ans) et dont la vocation est d'apporter un flux régulier de revenu locatif. C'est la raison pour laquelle les opérations **core**, dans des localisations matures, ont été privilégiées aux opérations plus spéculatives. Sur la période 2010-2020, la compression des taux a cependant permis de générer des plus-values latentes considérables pour les investisseurs qui s'étaient positionnés en début de cycle¹.

Le Grand Confinement² n'a pas eu d'impact immédiat sensible sur les recouvrements de loyers des bureaux, comme il en a eu pour les commerces et les actifs hôteliers. La majorité des bureaux détenus par des investisseurs institutionnels, loués à de grandes entreprises dans des marchés locatifs matures, ont moins souffert

¹ Cf. Primonial REIM Recherche & Stratégie, octobre 2019, Bureaux en Ile-de-France : nouveau cycle, nouvelles stratégies.

² Terme utilisé par le FMI dans son rapport The Great Lockdown, Avril 2020.

autant que les bureaux de plus petite taille loués à des PME. L'activation de Plans de Continuité d'Activité, l'existence d'une trésorerie abondante, et d'une diversification des métiers, a clairement joué en faveur des grandes entreprises. Immobilièrement, les stratégies *core* ont été récompensées.

Au niveau de l'investissement, le flux de transactions en immobilier de bureaux se poursuit, sous la forme de la finalisation des opérations qui avaient été engagées avant mars. Si la tonalité générale des investisseurs est au « wait & see », une grande partie d'entre eux n'a pas posé le stylo et un certain nombre de transactions en bureaux se sont effectuées depuis mars, à des niveaux de valorisation conformes aux taux de capitalisation antérieurs. **En tout état de cause il n'y a pas aujourd'hui d'illiquidité du marché des bureaux.**

On observe en outre un léger durcissement des conditions de financement. Le risque global de l'environnement économique et la perception d'un risque de syndication conduisent certaines banques à demander une marge supplémentaire, mais sans remettre en cause le financement des opérations.

Cependant, si l'effet « de premier tour » du Grand Confinement sur le numérateur de l'investissement en bureaux est largement absorbable, il ne s'ensuit pas que le marché des bureaux est immune au Covid-19. Il convient d'anticiper autant que possible :

- Les effets de 2^e tour : ceux d'une crise économique sur les locataires et par conséquent sur le risque de cash flows, ainsi que l'« effet-dénominateur ».
- Les effets « de 3^e tour » : la mutation des usages qui pourrait résulter de la crise sanitaire.

2. Le bureau face aux effets de 2^e tour

Les effets de 2^e tour sont les plus difficiles à anticiper dans le cas de la crise actuelle, car ils dépendent en grande partie de politiques publiques (plan de relance, réformes économiques...), lesquelles dépendent largement de l'évolution de la situation sanitaire elle-même (arrivée d'un vaccin, 2^e vague, etc.). Par exemple, une succession de périodes de confinement du fait d'un rebond du virus, validerait un scénario dit « en W ».

Aujourd'hui nous assistons à un « portage » de la trésorerie des entreprises en difficulté par l'Etat, via la garantie sur les crédits et les dispositifs de chômage partiel. Nous ne savons pas quand ce portage sera terminé, ni les politiques publiques qui seront proposées alors. Une incertitude plane donc sur le nombre de faillites, redressements judiciaires et autres dépôts de bilan.

Quels seront les points de vigilance ?

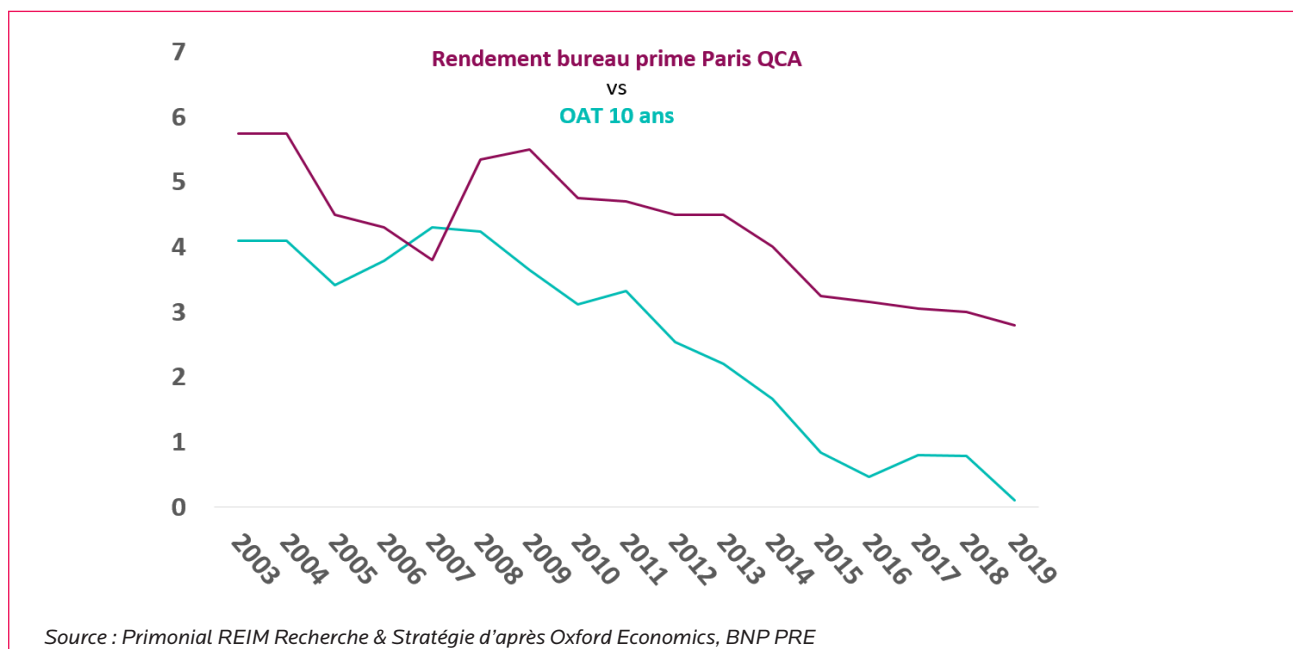
- **L'emploi.** L'indicateur avancé le plus pertinent de la demande locative est, historiquement, la croissance de l'emploi (et plus précisément l'emploi tertiaire). C'est avant tout le compte des créations et destructions d'emplois qui permettront de quantifier la pression sur les loyers de bureau.
- **Les ventes forcées.** On se rappelle qu'un des facteurs d'accélération de la baisse des valeurs d'actifs observée en 2008-2009 a été la vente forcée d'immeubles déclenchée par l'activation de *covenants* bancaires³, ou, du côté des bailleurs, par un impératif de désendettement, ou encore un « effet-dénominateur »⁴. Ce phénomène n'est pas observé de façon significative aujourd'hui, mais constitue l'un des points de vigilance à surveiller.
- **L'évaluation du risque locataire.** Dans la crise économique qui s'ouvre, il est probable que la prime de risque sur la volatilité des revenus locatifs sera scrupuleusement examinée et renforcée en conséquence. Les entreprises seront-elles enclines à signer des baux longs ? Comment évalueront-elles le nombre de mètres carrés qu'elles recherchent, alors que les usages au travail pourraient se modifier rapidement ? En quoi leur modèle économique est-il résilient ? Comment se partagera le financement du risque sanitaire (désinfection des locaux, aménagements protecteurs, services « sans contact », etc.) entre bailleur et preneur ?... Ces questions se poseront inévitablement. On peut en tout cas faire le pari qu'il y aura une vraie demande, de la part des investisseurs, pour des actifs à baux long terme signés à des entreprises saines financièrement.

Il convient de rappeler que **le marché des bureaux va affronter ces effets de 2^e tour dans des conditions beaucoup plus favorables que la crise de 2008**, pour au moins 2 raisons :

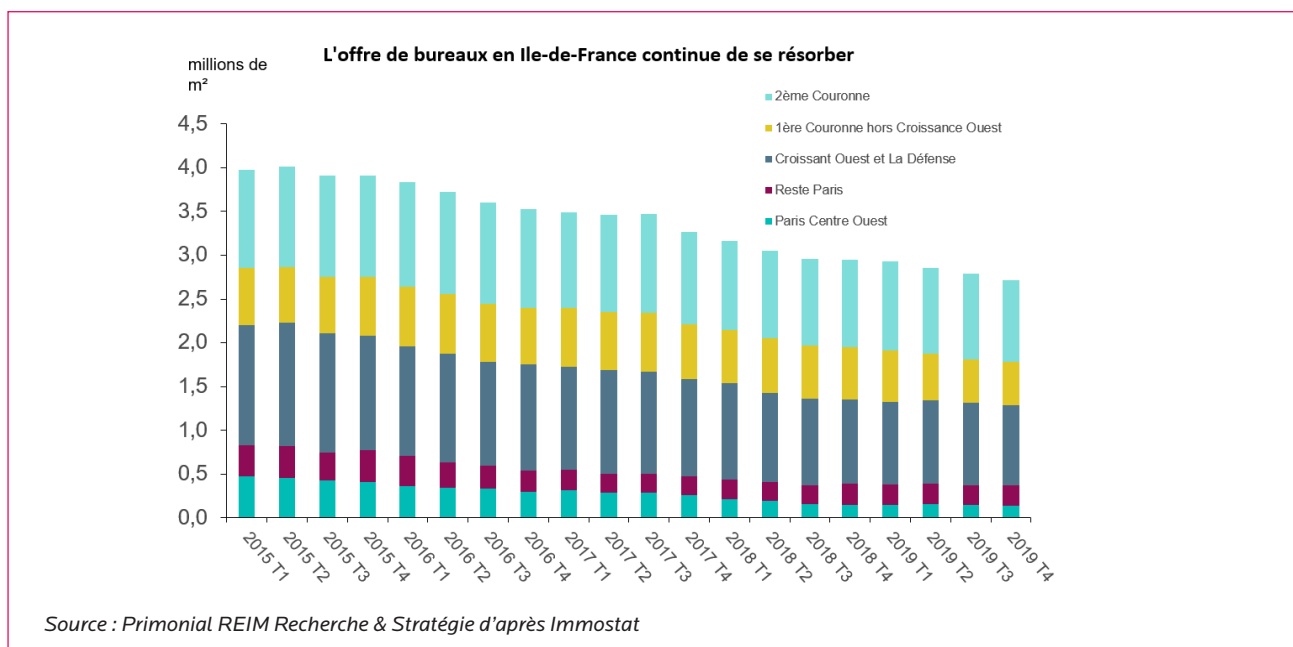
- La crise de 2008 était financière et touchait directement à la valorisation même des classes d'actifs. En 2008, le bureau *prime* QCA affichait une prime de risque nulle ou négative. La crise est donc venue, en grande partie, percer une bulle qui existait précédemment. Aujourd'hui, du fait de l'effondrement des taux, dont le caractère durablement bas semble conforté, le bureau *prime* délivre une prime de risque de 270 points de base face à l'OAT 10 ans. Un *repricing* léger, s'il avait lieu, viendrait plutôt modérer des valeurs métriques historiquement élevées et maintiendrait l'attractivité de l'immobilier auprès des investisseurs sans ruiner les vendeurs. C'est un scénario qui paraît raisonnable en l'état.

³ Clause de sauvegarde dans un contrat de prêt, pouvant obliger au remboursement anticipé du prêt sous certaines conditions.

⁴ Cas des institutions dont l'allocation en immobilier se retrouve excédentaire par rapport à leurs contraintes, du fait de la baisse des valeurs des autres actifs (financiers notamment).



- Les taux de vacance se sont réduits fortement dans les marchés matures. Paris compte un niveau de vacance historiquement bas. C'est l'effet d'une demande placée qui s'est maintenue largement au-dessus du seuil symbolique des 2 millions de m² depuis 6 ans ; c'est aussi l'effet d'une certaine modération de l'offre neuve ces dernières années. En 2009 le taux de vacance du QCA parisien était trois fois supérieur au taux actuel.



Nous pensons que le bureau comme objet financier d'investissement restera incontournable. Il est le support de l'investissement immobilier institutionnel, car il est le segment le plus liquide et le plus profond. Sur ces deux critères (volume d'investissement et taille du parc

investissable), l'Ile-de-France jouit d'une position très dominante en Europe continentale, qui devrait continuer d'attirer les investisseurs internationaux, comme ces 2 dernières années.

Cela n'empêche pas les interrogations sur le bureau en tant que service. La crise sanitaire n'agit pas seulement indirectement par l'économie : elle agit directement sur les mœurs, en imposant des normes de distanciation sociale dont il apparaît, aujourd'hui, qu'elles vont durer. Elles contraignent les entreprises tertiaires à effectuer un saut technologique rapide vers le télétravail. La crise sanitaire accélère et généralise des tendances qui étaient déjà à l'œuvre. Où nous mènent-elles ?

3. Le 3^e tour : accélération des usages

Au Japon le concept de *ma* (qui se traduit en français par « espace », « distance ») désigne la valeur de ce qui est créé lorsqu'une distance, un intervalle, un silence a lieu entre deux êtres. Produit par une civilisation que la densité de population a contraint à des protocoles avancés pour maintenir une cohésion sociale malgré la promiscuité, il se pourrait que ce concept soit utile aux pays occidentaux pour appréhender l'après-Covid-19. Créer de la communauté en maintenant la distance, c'est le défi qui va s'imposer à tous, et en particulier aux entreprises.

L'évolution des usages dont il est question (« nomadisme », « Flex office », « télétravail »...) se situe au confluent de la rationalité financière des entreprises d'une part, et de la mutation du travail, d'autre part⁵. On peut l'approcher sous ses deux aspects :

- **Une optimisation financière par l'espace de travail.** Les coûts immobiliers sont le 2^e poste de dépenses des entreprises après la masse salariale. Le déploiement immobilier de l'activité est donc une source majeure d'économies dans une période où les marges de manœuvre financières des entreprises peuvent être mises à mal. Jouer sur le taux d'occupation, la mutualisation des postes fixes, etc. a clairement permis aux entreprises de réaliser des économies substantielles. Dans les bureaux de qualité en Ile-de-France, le ratio moyen est de 11 m² par poste. Il est en diminution constante et a pu atteindre, pour certains immeubles avancés, 7 m² par poste. Ce ratio varie selon les secteurs d'activités.
- **Une transformation des temps de travail.** Avec l'élévation des qualifications, la féminisation du salariat, la montée de l'individualisme, la baisse du temps de travail, etc. sont apparues de revendications concernant l'aménagement des temps de vie, la conciliation de la vie professionnelle et de la vie personnelle. C'est

particulièrement le cas parmi les *knowledge workers*⁶ dans les agglomérations où les temps de transport domicile-travail sont importants. D'où, par exemple, l'apparition de services (pressing, massages, etc.) au bureau qui auparavant relevaient de la vie privée, et qui permettent de ne pas prélever sur le temps de travail le temps de consommation de ces prestations.

L'essence du contrat passé implicitement entre l'entreprise et son salarié pourrait se résumer ainsi : l'entreprise optimise son espace ; le salarié optimise son temps. La technologie est à la fois l'outil et l'accélérateur de ces évolutions.

Ainsi le bureau, d'une « usine tertiaire » concentrant l'ensemble des ressources de production, bascule en un lieu plateforme, qui implique des entrées et sorties coordonnées, des relations avec d'autres tiers-lieux, et en définitive un aménagement des mobilités des salariés.

On pourrait en première analyse, considérer le télétravail, tel que le confinement l'a imposé à environ un tiers de l'économie, comme l'aboutissement de cette dynamique. En France, 3% seulement des salariés et 11% des cadres recourent au télétravail au moins un jour par semaine⁷. Le droit du travail n'a d'ailleurs pris en compte ces évolutions que récemment, en 2012⁸ et 2017⁹. Il ne s'agit donc pas encore d'une pratique démocratisée. A l'occasion de la formation accélérée qu'a constitué le confinement, va-t-il devenir une nouvelle norme ?

Le syndrome Yahoo. Il faut signaler que ces évolutions se heurtent à de nombreuses résistances psychologiques : le besoin de personnaliser son espace de travail ; le besoin d'enracinement et de continuité, le besoin de préserver son intimité, etc. Il faut également signaler que le lien entre télétravail et productivité des salariés est loin d'être automatique. La société Yahoo avait établi un précédent en 2013 en généralisant le télétravail auprès de ses salariés puis en les rappelant à la présence dans les bureaux. Les arguments évoqués alors¹⁰ par les dirigeants du moteur de recherche étaient : le nécessaire sentiment d'unité des équipes ; la réactivité ; la qualité ; le besoin de circulation d'une information « informelle » à travers les conversations de machine à café ; le besoin de vie sociale et de réunions improvisées.

La productivité du télétravail « en mode dégradé » durant le confinement reste à évaluer. Ainsi que les investissements qui seraient nécessaires à une hypothétique généralisation : formation des managers, équipement informatique, volumétrie des réseaux internet, gestion des mobilités, sans oublier les procédures de contrôle interne en matière,

⁵ Selon l'expression de l'ARSEG, dans son rapport de 2018 : « L'environnement de travail est à la fois un coût, qu'il s'agit d'optimiser, et une ressource pour les collaborateurs qu'il s'agit de maximiser ».

⁶ Travailleurs dont la matière première est l'information. Terme introduit par Peter Drucker en 1959.

⁷ Source : DARES, novembre 2019, Le télétravail permet-il d'améliorer les conditions de travail des cadres ?

⁸ Loi n° 2012-387 du 22 mars 2012 relative à la simplification du droit et à l'allègement des démarches administratives.

⁹ Ordonnance n° 2017-1387 du 22 septembre 2017 relative à la prévisibilité et la sécurisation des relations de travail, ratifiée par loi n° 2018-217 du 29 mars 2018.

¹⁰ Memo de la direction de Yahoo consultable ici : <http://allthingsd.com/20130222/physically-together-heres-the-internal-yahoo-no-work-from-home-memo-which-extends-beyond-remote-workers/>.

par exemple, de gestion des données personnelles, de signature, de droit à la déconnexion, etc. L'optimisation des espaces peut être un gain à long terme, mais un coût à court terme.

En tout état de cause, dans la foulée du déconfinement, les entreprises tertiaires auront à gérer une équation complexe entre la baisse de la densité des espaces – pour maintenir une distanciation sociale suffisante – et le télétravail. Mais l'accélération du télétravail ne signifie pas pour autant la disruption du bureau en tant que service.

4. Conclusion : quel impact pour l'investisseur en bureaux ?

A ce stade de la crise sanitaire et économique, et si l'on partage l'hypothèse – largement admise – que les mesures de distanciation sociale vont s'inscrire dans le temps long, quelles sont les premières leçons qui s'appliquent à l'investisseur institutionnel en bureaux ?

- **Mieux intégrer la dimension sanitaire à la due diligence.** En effet, si l'aménagement des locaux est du ressort du preneur, un grand nombre de variables dépendent directement du bailleur ou du développeur : au premier chef la qualité de l'air¹¹ mais aussi les technologies qui minimisent le contact : portes sans poignées, interphones non digitaux, protocoles de nettoyage, etc.

¹¹ Voir Xiao Wu et Rachel Nethery, Avril 2020, *Exposure to air pollution and COVID-19 mortality in the United States, qui met à jour la corrélation entre pollution de l'air et vulnérabilité au Covid-19.*

¹² Dingel et Neiman, Avril 2020, *How many jobs can be done at home ? Université de Chicago.*

- **Repondérer l'importance du locataire** au regard de sa capacité à honorer un bail long terme avec l'immeuble en question : ceci renvoie à l'évaluation de sa viabilité financière bien entendu, mais aussi à l'optimisation de ses surfaces et ses perspectives en matière de télétravail. Il est à noter que les « grands utilisateurs » parisiens relèvent de secteurs qui sont éminemment exposés au télétravail¹² : Finance, Assurance, Services Publics...
- **Prendre en compte l'obsolescence d'usage** en plus de l'obsolescence du bâti. La capacité de l'immeuble à évoluer vers un ratio m²/poste plus bas tout en maintenant une distanciation sociale, à inclure des espaces de service et des objets connectés, contribuent à son évolutivité, et donc sa valeur future.

Pour le bureau comme pour d'autres classes d'actifs, la crise du Covid-19 se présente comme un accélérateur, parfois brutal, des tendances qui avaient cours auparavant : intégration du sanitaire et de l'ESG en général dans les valeurs d'actifs ; flexibilité de l'outil immobilier face aux évolutions du travail ; montée en puissance des objets connectés et importance de la donnée pour l'asset management. S'il faudra nécessairement un temps d'ajustement aux investisseurs, il est raisonnable de penser qu'**une hiérarchie plus marquée – donc mieux rémunérée – entre les marchés prime, core et core +, ainsi qu'entre le neuf et l'existant, émergera de cette crise.** La « nouvelle normalité » du bureau serait alors plus complexe et plus saine.

Prochain RDV

Retrouvez très bientôt notre prochain podcast et d'ici là envoyez vos questions à :

communicationpreim@primonial.fr



Primonial Real Estate Investment Management (PREIM) est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) le 16 décembre 2011.

Elle a reçu l'agrément AIFM le 10 juin 2014. Son métier consiste à créer, structurer et gérer des placements immobiliers de long terme auprès des investisseurs particuliers et institutionnels.

Primonial REIM développe un champ de compétences global :

- multi-produits : SCPI, OPCI, SCI,
- multi-secteurs : bureaux, commerces, résidentiel, hôtellerie, immobilier de santé et d'éducation,
- multi-zones : France, Allemagne, Espagne, Italie, Belgique, Irlande, Pays-Bas.

Au 31 décembre 2019, Primonial REIM, c'est :

- + de **21 milliards d'euros** d'encours sous gestion,
- **67 841** associés,
- **46 FIA** immobiliers,
- un patrimoine de **4 251 623 m²** et **7 000 locataires** dont une part importante de grandes entreprises locataires (Samsung, Korian, Crédit Agricole, SNCF...).

www.primonialreim.com

PRIMONIAL REAL ESTATE INVESTMENT MANAGEMENT

Société Anonyme à Directoire et Conseil de surveillance au capital social de 825 100 euros. Enregistrée sous le n° 531 231 124 RCS Paris - APE 6630Z. Agréée par l'AMF en qualité de société de gestion de portefeuille le 16 décembre 2011 sous le n° GP 11 000043. Agrément AIFM en date du 10 juin 2014. Titulaire de la carte professionnelle portant les mentions «Gestion Immobilière» et «Transactions sur immeubles et fonds de commerce» numéro CPI 7501 2016 000 007 568, délivrée le 17 mai 2019 par la CCI de Paris Ile-de-France, et garantie par la société CNA Insurance Company Ltd, située 52-54 rue de la victoire – 75009 PARIS.

SIÈGE SOCIAL

36 rue de Naples - 75008 Paris

www.primonialreim.com

CONTACT

DÉPARTEMENT RECHERCHE & STRATÉGIE

Daniel WHILE, MRICS • Directeur Recherche & Stratégie • daniel.white@primonial.fr
Henry-Aurélien NATTER, MRICS • Responsable Recherche • henry-aurelien.natter@primonial.fr

Le Département Recherche & Stratégie a vocation à formaliser les stratégies d'investissement immobilières de Primonial REIM, sur la base d'une veille continue des marchés français et européens. Alors que l'immobilier collectif représente une part croissante des portefeuilles institutionnels et de l'épargne des ménages, il est au carrefour de facteurs financiers (la hiérarchie des taux), économiques (les business models des locataires), démographiques (le phénomène de métropolisation) et sociétaux (l'évolution des usages). D'où la pertinence d'une analyse transversale. Qui plus est, elle s'inscrit dans le temps long, qui est l'horizon de la plupart des investisseurs en immobilier.

