

# L'IMMOBILIER ENTRE DEUX CYCLES

PAR DANIEL WHILE  
DIRECTEUR RECHERCHE & STRATÉGIE



Après une période faste, l'immobilier d'investissement fait face à une équation nouvelle : la fin d'un cycle de baisse des taux et l'impact d'évolutions structurelles (métropolisation, révolution des usages). Quelles conséquences en tirer, du point de vue du gérant et de l'allocataire d'actifs ?

## À quel moment du cycle immobilier sommes-nous ?...

Il est d'autant plus difficile de répondre à cette question que le cycle immobilier est largement tributaire d'une hiérarchie des rendements bousculée par les politiques non conventionnelles des Banques Centrales.

Après la crise financière de 2008, l'émission d'une quantité inédite de monnaie avait pour effets désirés de faire baisser les taux d'intérêt, et d'atteindre un niveau d'inflation proche de 2%. Ces deux objectifs sont aujourd'hui atteints, ou en passe d'être atteints. L'inconnue porte sur la façon dont l'économie peut aujourd'hui s'extraire de sa dépendance aux banques centrales, et sur la croissance économique qu'on peut attendre dans les prochaines années.

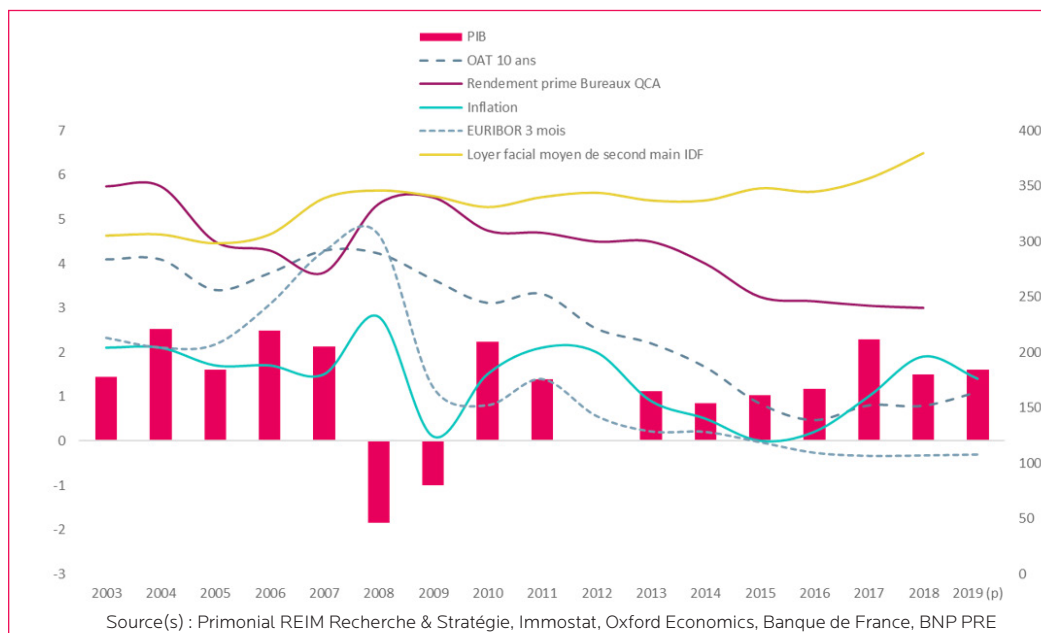
**Pour l'investisseur immobilier, la période 2014-2018 est à marquer d'une pierre blanche :** une attractivité des capitaux exceptionnelle (5 années consécutives supérieures à 20 mds € d'engagements en immobilier d'entreprise en France), une création de valeur continue par la compression des taux de capitalisation, et le maintien d'une prime de

risque substantielle. Le secteur a profité à fond d'une repondération de l'actif immobilier dans les allocations institutionnelles, à la faveur d'un positionnement risque / rentabilité idéal.

Il faut cependant noter que cette bonne fortune de l'actif immobilier n'était pas nécessairement soutenable à long terme. **La baisse des taux d'intérêt ne peut à elle seule rentabiliser l'immobilier :** il faut suffisamment de croissance de l'économie réelle pour que le marché locatif et le marché de l'investissement soient soutenus.

## DEPUIS 2016, LE DÉBUT D'UN NOUVEAU RÉGIME ?

Depuis mi-2016, si l'on met simplement en parallèle les principaux agrégats économiques et immobiliers en France, plusieurs signaux semblaient annoncer le changement de régime actuel. L'OAT 10 ans et le taux de rendement bureau prime parisien atteignent, en 2016, un point bas à 0,65% pour l'OAT, et 3,5% pour le taux prime. L'inflation, après être entrée en territoire quasi-négatif, est repartie depuis à la hausse dans un contexte d'augmentation des prix du pétrole. Le loyer facial moyen en Ile-de-France est également orienté à la hausse depuis 2 ans : on peut y voir l'effet anticipé de l'indexation, mais également de la modération de la construction neuve de bureaux, qui a maintenu un taux de vacance bas dans les principaux



marchés tertiaires franciliens. Tout se passe comme si le scénario déflationniste « à la japonaise » était enfin écarté, et que nous étions entrés dans un scénario de hausse tendancielle des taux, conditionnée par la croissance, donc par les politiques économiques nationales, européennes et mondiales.

**Doit-on craindre la hausse des taux ?** Aujourd'hui (début 2019) il semble bien qu'une augmentation brutale des taux directeurs n'est plus à l'ordre du jour. La croissance structurelle de la Zone euro reste relativement faible, l'inflation est contenue, et l'aversion au risque des investisseurs est importante.

En outre, une projection simple des écarts à la moyenne des primes de risques historiques, tend à montrer que **c'est au-delà d'un seuil de l'ordre de 1,75 % pour l'OAT 10**

**ans que les valeurs d'actif sont détériorées.** L'évolution récente des Etats-Unis montre d'ailleurs qu'une hausse des taux directeurs, lorsqu'elle est motivée par un contexte de croissance économique, ne pèse pas mécaniquement sur les rendements de l'immobilier d'entreprise. Dès lors, nous estimons que seule la combinaison d'une récession (baisse du PIB) et d'une remontée brusque de l'OAT 10 ans de plus de 50 pb est de nature à générer une véritable décompression des taux de rendement immobilier.

**L'urgence de l'investisseur immobilier est donc moins de supporter une hausse soudaine des taux directeurs à court terme, que de se préparer à gérer une période, peut-être longue, d'« absence de baisse » ou de hausse lente. Dans un tel contexte, la création de valeur n'est plus mécanique, même dans les meilleures localisations.**

### Dans un tel contexte, comment « jouer » le prochain cycle immobilier ?

#### DEUX SCÉNARIOS MACROÉCONOMIQUES

##### REFLATION

Croissance  $\approx 2\%$

Inflation  $\approx 2\%$

Une hausse des taux modérée accompagne l'inflation et la croissance

##### conséquences immobilières :

- hausse des loyers économiques et baisse des mesures d'accompagnement,
- la prime de risque immobilière se reconstitue sans baisse sensible des valeurs,
- bureaux et commerce sont les secteurs les plus sensibles,

##### STAGFLATION

Croissance  $< 1,5\%$

Inflation  $\approx 2\%$

Une hausse des taux succède à l'inflation mais devance et affaiblit la croissance

##### conséquences immobilières :

- hausse des loyers faciaux mais augmentation des mesures d'accompagnement,
- la prime de risque immobilière se reconstitue par la baisse des valeurs,
- repondération des actifs de création de valeur : immobilier résidentiel.

On peut envisager deux scénarios possibles qui pourraient caractériser les années à venir pour la France et la Zone euro : un scénario de « reflation » où la croissance du PIB bénéficie de réformes structurelles (politique de l'offre), et un scénario de stagflation où la croissance économique de la Zone euro reste contrainte. Il est à noter que les prévisions

de croissance pour 2019 (1,6% pour la France et 1,8% pour la Zone euro) se situent à un point d'équilibre de ces deux scénarios. Dans les deux cas, la hausse des taux directeurs se manifeste de façon modérée. Il paraît souhaitable de construire les portefeuilles de telle manière qu'ils puissent traverser dans de bonnes conditions l'un et l'autre scénario.

**Comment, dans ce nouveau cycle, l'investisseur immobilier peut-il recréer la valeur** qui auparavant provenait mécaniquement de la compression des taux de capitalisation ? Chaque opération immobilière recelant ses caractéristiques propres, on ne peut pas définir une orientation qui serait applicable de façon unilatérale. Cependant, des tendances de fond devront être prises en compte dans les stratégies d'investissement ces prochaines années :

### 1/ LE POTENTIEL DE RÉVERSION PROVIENDRA DES REVENUS LOCATIFS

et non plus de la compression des taux. La bonne santé du marché locatif actuel, le retour de l'indexation à des conditions plus favorables, le déficit d'offre dans certains marchés (au premier rang desquels Paris intra-muros), doit conduire les investisseurs à renforcer les opérations en VEFA, voire en fin de baux dans les marchés les plus attractifs, qui connaissent les meilleurs taux d'écoulement. Ce mouvement semble déjà engagé, puisque les VEFA représentent une part croissante de l'investissement en Ile-de-France. Cependant, les franchises de loyer doivent être contenues pour que ce type d'investissement soit rentable suffisamment rapidement. Le niveau des mesures d'accompagnement est donc un indicateur qui requiert une vigilance accrue.

### 2/ LA CRÉATION DE VALEUR PROVIENDRA DE LA CAPACITÉ DES INVESTISSEURS À DÉCELER LES MEILLEURS « POINTS D'ENTRÉE TERRITORIAUX ».

Le phénomène de métropolisation redistribue les cartes des marchés résidentiels au sein des espaces du Grand Paris, des métropoles françaises et des grandes villes d'Europe (cf. « L'immobilier résidentiel,

de la métropolisation à la stratégie d'investissement », Primonial REIM Recherche & Stratégie, janvier 2019). Cette approche est d'autant plus pertinente dans un scénario de stagflation, du fait de la moindre corrélation de l'immobilier résidentiel aux cycles économiques. L'appétit des investisseurs institutionnels pour le logement, dans une logique d'appréciation de la valeur, est donc justifié, mais nécessite de renforcer l'analyse des territoires au plan des facteurs démographiques, technologiques (infrastructures de transport) et immobiliers.

### 3/ LA RÉVOLUTION DES USAGES FAIT DE L'IMMEUBLE UN OUTIL

et de l'occupation une activité en perpétuelle évolution. Ce nouveau paradigme concerne toutes les classes d'actifs : bureau et coworking, résidentiel et coliving, commerce et digitalisation, santé et ambulatoire... Son intégration dans les modèles d'investissement est donc une priorité. Cependant, nul ne peut prévoir, à long terme, le format qui sera gagnant. L'accélération des technologies et la disruption des modèles économiques doit peut-être, plutôt que de parier sur une innovation par définition imprévisible, amener à **co-investir avec des opérateurs majeurs, en accompagnant leur stratégie immobilière en échange d'un engagement locatif long**. Une logique de partenariat investisseur/exploitant doit permettre de ne pas subir la mutation des usages.

### 4/ NE PLUS SEULEMENT DIVERSIFIER, MAIS COMBINER LES CLASSES D'ACTIFS IMMOBILIÈRES.

#### NOTATION DES PRINCIPALES CLASSES D'ACTIFS

ACTIF	PROFONDEUR DU MARCHÉ	CASH-FLOW	VALORISATION	LIQUIDITÉ	FAIBLE VOLATILITÉ	DÉCORRÉLATION DES CYCLES ÉCONOMIQUES
BUREAUX CORE/CORE+	3	2	1	3	3	1
BUREAUX VALUE-ADDED	3	1	3	3	1	1
RETAIL (PIED D'IMMEUBLE)	3	1	3	3	2	1
RETAIL (PARC COMMERCIAL)	2	3	1	1	1	1
SANTÉ (EHPAD, CLINIQUES)	1	2	2	1	3	3
RÉSIDENTIEL	1	1	2	3	3	3

1 = note la plus faible > 3 = meilleure note

Source : Primonial REIM Recherche & Stratégie

Le tableau ci-dessus synthétise notre évaluation, via une note de 1 à 3, des différentes typologies immobilières, du point de vue de leurs qualités pour l'investisseur. Il en ressort que le bureau reste indispensable dans les allocations. Les critères institutionnels de profondeur du marché et de liquidité sont les mieux respectés par le bureau. En revanche le critère de valorisation à long terme ne sera plus porté automatiquement par le cycle de compression des taux. Aussi, la diversification des institutionnels vers des classes d'actifs plus alternatives (commerce, santé, résidentiel, logistique, hôtellerie...),

entamée depuis 2 ans, se justifie pleinement.

Ces approches seront nécessairement articulées dans une approche d'allocation immobilière. Aucune classe d'actifs ne « coche » désormais toutes les cases des caractères recherchés par les investisseurs (profondeur du marché, cash-flow, valeur, liquidité, volatilité, décorrélation). Il faut donc pondérer celles-ci afin qu'elles puissent apporter leur contribution spécifique aux portefeuilles.

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, immobilier de santé et d'éducation,
- multi-zones : France, Allemagne, Espagne, Italie, Belgique, Irlande.

**Au 31 décembre 2018, Primonial REIM, c'est :**

- 17,2 milliards d'euros d'encours sous gestion,
- 58 920 associés,
- 43 FIA immobiliers,
- un patrimoine de 3 817 380 m<sup>2</sup> et 7 000 locataires dont une part importante de grandes entreprises locataires (Samsung, Korian, Crédit Agricole, SNCF...).

[www.primonialreim.com](http://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 numéro 531 231 124 RCS Paris. Agréée par l'AMF en qualité de société de gestion de portefeuille le 16 décembre 2011 sous le numéro GP 11 000043. Agrément AIFM en date du 10 juin 2014. Cartes professionnelles « Transactions sur immeubles et fonds de commerce » N° T15813 et « Gestion Immobilière » N° G6386, délivrées par la Préfecture de police de Paris et garanties par la société CNA Insurance Company Ltd, située 37 rue de Liège - 75008 Paris.

#### SIÈGE SOCIAL

36 rue de Naples - 75008 Paris

[www.primonialreim.com](http://www.primonialreim.com)

## CONTACT

### DÉPARTEMENT RECHERCHE & STRATÉGIE

Daniel WHILE • Directeur Recherche & Stratégie • [daniel.white@primonial.fr](mailto:daniel.white@primonial.fr)  
Henry-Aurélien NATTER • Responsable Recherche • [henry-aurelien.natter@primonial.fr](mailto: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.

