

SEPTEMBRE 2022

Note de marché



L'immobilier face au tournant des années 2020

 **PRIMONIAL**
REIM FRANCE



Daniel While

Directeur Recherche, Stratégie et Développement Durable

Les années 2020-2022 constituent un tournant dans l'économie mondiale : aucune zone géographique, aucune classe d'actifs n'est épargnée. Mais chacune

est touchée différemment. Cette note se propose d'examiner la résilience de l'immobilier européen et français face à ce changement d'époque.

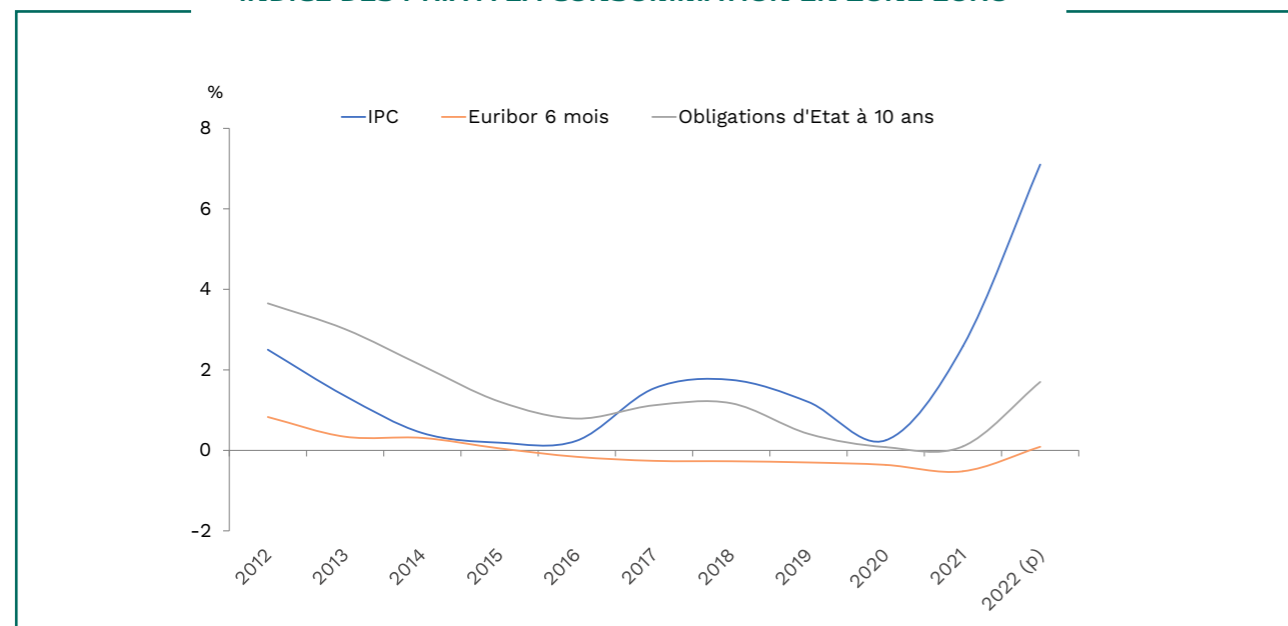
COMMENT LA CRISE VA-T-ELLE SE TRANSMETTRE AUX MARCHÉS IMMOBILIERS ?

L'avant et l'après 24 février. La situation actuelle se caractérise par une évolution des politiques des banques centrales face à la menace inflationniste, avec des conséquences sur la prime de risque immobilière et la hiérarchie entre actions, obligations et immobilier.

A la fin de l'année 2021 l'inflation était avant tout la résultante des goulots d'étranglement post-Covid : tous les grands pays réouvraient en même temps leurs économies, créant une tension sur les chaînes d'approvisionnement. Par nature, cette inflation était transitoire et ne nécessitait pas de resserrement drastique de la politique monétaire de la BCE.

Depuis l'invasion de l'Ukraine par la Russie le 24 février 2022, l'inflation a changé de nature. C'est la composante énergétique et alimentaire de l'inflation qui a explosé. Le conflit a congestionné l'agriculture ukrainienne et le jeu des sanctions et des contre-sanctions perturbe les livraisons. Si le conflit se prolonge, la substitution d'énergies alternatives au gaz russe (GNL américain notamment) ne se fera pas sans augmentation des coûts. **Une partie de l'inflation revêt alors un caractère structurel.** Par conséquent les prévisions de croissance économique en Europe sont orientées à la baisse, avec une probabilité de récession en 2023.

OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS, EURIBOR ET INDICE DES PRIX À LA CONSOMMATION EN ZONE EURO¹



¹Source : Primonial REIM Recherche & Stratégie d'après Oxford Economics

²Source : INSEE

Face à cette situation, le marché des bureaux envoie des signaux contradictoires. Il faut tout d'abord mettre en rapport les prévisions économiques avec une tendance constatée ces dernières années : la déconnexion relative de la croissance et de l'emploi. En France, le taux de chômage est inférieur de près d'un point à ses niveaux pré-Covid, et ce après une récession historique ! La création d'emplois salariés privés atteint 800 000 sur un an et les indicateurs avancés habituels (intérim, délai d'embauche) sont orientés positivement. Les raisons en sont multiples. Toujours est-il que la résistance de l'emploi joue en faveur de la consommation d'espaces de bureau, qui devient alors un marché moins cyclique.

Avant l'invasion russe, le constat était celui d'un retour des capitaux en immobilier d'entreprise (+23% sur 1 an en Europe), d'un rebond des prises à bail en bureau (+20% sur 1 an) et de taux de rendement stables. Cependant, les conditions des transactions publiées avant le 30 juin 2022 (date des derniers chiffres officiels) renvoient, pour l'immense majorité, à des décisions d'investissement antérieures au 24 février 2022.

Depuis, l'expérience des gérants sur le marché du bureau permet de faire trois constats :

- **Un retrait relatif des investisseurs institutionnels**, qui prennent une position attentiste. La collecte de capitaux auprès des particuliers bat son plein, via les SCPI (5,3 mds€ collectés au 1er semestre 2022) et les SCI (2,5 mds €), sans oublier les achats sur le marché de l'ancien (1 million sur 1 an).
- **Certaines transactions sont interrompues** (retrait du marché en cours d'appel d'offres), ou sont réalisées à un prix décotés, avec des rendements à l'acquisition supérieurs de 30 à 50 points de base à leur niveau antérieur.
- **Un effet d'obsolescence commence à apparaître**, qui met en lumière une inadéquation entre l'offre et la demande locative : celle-ci s'est portée, au 1er semestre 2022, sur des surfaces plus petites (< 5000 m²) et surtout plus neuves, traduisant le désir des entreprises d'optimiser leurs mètres carrés dans le cadre de la mise en place de process plus agiles, qui intègrent le télétravail et les tiers-lieux. Cependant les entreprises ne font pas de concession sur la centralité de la localisation : la pression locative continue à Paris intramuros, débordant du Quartier Central des Affaires. Plusieurs transactions locatives au-delà de 900 €/m² sont répertoriées.

LES CONDITIONS D'UN ATERRISSAGE EN DOUCEUR

Le match indexation des loyers contre effet-taux. Les baux commerciaux contiennent traditionnellement des clauses d'indexation des loyers à certains indices, dont la corrélation à l'inflation est toujours forte. Les loyers de bureau sont généralement indexés à l'ILAT, les loyers des commerces à l'ILC, et les loyers résidentiels à l'IRL.

L'indexation des loyers est une dimension importante de la crise actuelle. Elle contrebalance la pression à la baisse des valeurs induites par la hausse des taux. En théorie, les augmentations des taux directeurs décidées par la Banque Centrale Européenne se transmettent aux taux souverains et aux taux d'emprunt bancaires ; la prime de risque demandée à l'immobilier s'ajoute à ces

taux réputés « sans risque » pour fixer le taux de rendement immobilier. L'augmentation du taux de rendement demandé à l'immobilier induit mécaniquement une baisse des valeurs d'actifs.

La question qui se pose aux gérants et aux experts est donc celle de l'équilibre entre l'effet positif de l'indexation des loyers et l'effet négatif de la hausse des taux. Dans cette problématique, la question du *timing* est centrale. Ces effets peuvent être pris en compte progressivement et partiellement, et de façon différente selon qu'on anticipe que l'inflation supérieure à 5% et les hausses de taux seront temporaires ou au contraire s'inscrivent dans un nouveau régime de long terme.

Quelles sont les classes d'actifs les plus solides dans le contexte actuel ? De toute évidence, à l'intérieur de chaque classe d'actifs, il y a des locataires qui pourront répercuter la hausse des coûts de l'énergie et des matières premières à leurs clients, et préserver ainsi leur capacité à payer leur loyer, et d'autres locataires qui auront moins cette capacité. Le tableau ci-dessous récapitule la situation des principaux marchés européens en termes d'inflation et de prime de risque : plus cette dernière est élevée, plus le

secteur est attractif en termes de rendement et a donc un atout pour protéger ses valeurs.

L'examen des primes de risque actuelles, en regard des taux d'inflation prévisionnels montre que le secteur immobilier conserve encore une attractivité conséquente, avec des points de vigilance sur le bureau italien et le résidentiel italien et un véritable point d'entrée qui se dessine sur le commerce.

	FRANCE	ALLEMAGNE	ITALIE	ESPAGNE	
Inflation 2022 (prev.)	5,10 %	6,55 %	6,24 %	7,13 %	
Prime de risque vs oblig. 10 ans (en points de base) - juin 2022	Bureau	125	165	10	125
	Centres Commerciaux	280	490	335	350
	Résidentiel	70	140	-35	123
	Santé	225	290	170	250

Source : Primonial REIM Recherche & Stratégie, Oxford Economics

L'immobilier de santé figure en bonne position dans la hiérarchie des investissements : il maintient une prime de risque conséquente sans pourtant avoir été décoté ces dernières années. Il a pour locataires des opérateurs dont la grande majorité

sont rentables et dont l'activité est peu corrélée aux cycles économiques, car elle répond à une rareté structurelle, renforcée par le besoin de rénovation énergétique d'une partie du parc.

LES SCPI EN POSITION DE FORCE

Pendant ce temps, les fonds immobiliers collectent ! La collecte nette des SCPI s'est accélérée au 1^{er} semestre 2022 pour atteindre 5,3 Mds €, soit le plus haut niveau historique sur 6 mois. Cet engouement n'est pas surprenant : les SCPI ont passé avec les honneurs le stress test de la pandémie, avec un rendement quasi stable (4,40% en moyenne en 2021). La liquidité, sauf exceptions marginales, a été assurée. La réputation du produit a donc été plutôt renforcée. Les placements financiers « dynamiques » ont été plutôt malmenés en termes de volatilité (marchés actions, cryptomonnaies) et les alternatives obligataires (OATi...), en début d'année 2022, restaient globalement moins rentables.

C'est ce dernier point, ainsi que le resserrement des conditions de crédit, dont il faudra mesurer l'impact au 2nd semestre 2022. Le match n'est pas joué, car les SCPI conservent une prime de risque et la déductibilité des intérêts d'emprunt est un puissant facteur en faveur de l'acquisition de parts de SCPI à crédit, malgré un taux d'emprunt en hausse. On observe au 1^{er} semestre un déport d'une partie de la collecte vers les SCPI qui affichent le rendement le plus élevé, ce qui tend à montrer que les épargnants préfèrent prendre plus de risque dans leur placement immobilier que d'y substituer d'autres placements.

Les SCPI disposent de deux atouts de taille dans le marché actuel. D'une part, elles collectent suffisamment pour ne pas dépendre du financement bancaire. Les investisseurs concurrents qui recourent à la dette subissent le durcissement des conditions de crédit, laissant aux SCPI des opportunités à l'acquisition. D'autre part, la valorisation des SCPI ne traduit pas mécaniquement les valeurs d'expertise³ : en cas de décote de celles-ci, les SCPI sont en position d'amortir le choc.

Il faut ajouter que le marché des fonds immobiliers s'est structuré ces dernières années et offre une gamme d'outils sans commune mesure avec ce qui existait en 2008 ou dans les années 90 : la montée en puissance des Sociétés Civiles Immobilières en assurance-vie en témoigne (2,5 Mds€ collectés au 1^{er} semestre 2022, pour un secteur qui dépasse désormais 20 Mds€), ainsi que la diversification des classes d'actifs (santé, logistique, viager...), des zones géographiques investies et des possibilités de structuration (démembrement, crédit, etc.).

³Rappelons que le prix de souscription des SCPI a pour seule contrainte de devoir se situer dans une fourchette de +/- 10% autour de la valeur de reconstitution du portefeuille, qui est composé de la valeur d'expertise des actifs, de la trésorerie, des frais d'acquisition et de la commission de souscription.

CONCLUSION

Le tournant des années 2020 est abrupt. Aucune classe d'actifs (hormis des secteurs particuliers tels que l'énergie) ne bénéficie réellement de la situation : alors que l'inflation traditionnelle (boucle prix-salaires) bénéficie généralement aux actifs réels, l'inflation « par les coûts » que nous connaissons aujourd'hui en Europe est une perte sèche pour l'économie. Pour les gérants immobiliers, les défis majeurs nous semblent être les suivants :

- **Gérer la sortie des taux négatifs.** L'immobilier, pour être attractif, doit proposer une prime substantielle (évaluée généralement à 150-200 points de base) par rapport aux obligations d'Etat. Le caractère graduel de la montée des taux a pour vocation de permettre aux acteurs d'ajuster progressivement les taux de capitalisation de l'immobilier. Pour que cette décompression ne se traduise pas par des baisses de valeur trop brutales, les gérants doivent profiter à plein de l'effet positif de l'indexation des loyers, qui lui-même soutient les prix. C'est le défi majeur des prochains mois. Il suppose qu'il n'y ait pas de « disruption » macroéconomique qui obligerait la BCE à augmenter fortement les taux.
- **Réorienter les flux vers de nouvelles sources de performance.** L'environnement des dix dernières années s'est caractérisé par une baisse continue des taux, qui créait ainsi mécaniquement de la valeur, à la fois par l'effet de levier du crédit et par l'appréciation des prix. Ce monde est

révolu. Les placements obligataires, hors-jeu pendant 10 ans, redeviennent un concurrent de taille pour l'immobilier. On doit donc s'attendre à ce que les gérants immobiliers amplifient le mouvement qui a débuté il y a 3 ans : le développement des classes d'actifs « alternatives » telles que la logistique, la santé, et le résidentiel, qui constituent aujourd'hui plus de la moitié des investissements immobiliers en Europe. Dans un monde où les taux ne sont pas amenés à baisser en continu, c'est le revenu locatif qui redevient la source principale de performance.

- **Absorber la décote environnementale.** La mise « hors marché » des logements qualifiés de « passoires thermiques » n'est qu'un avant-goût de la montée en puissance des standards environnementaux. Elle est préparée par la mise en place des labels ISR et des réglementations européennes (SFDR, taxonomie) et se traduira à plus ou moins brève échéance par des évolutions dans la valorisation des immeubles. Or, la mise en place des outils et des processus nécessaires à un pilotage de la dimension ESG est une démarche qui prend des années. Les sociétés de gestion qui sont prêtes à cette évolution seront avantagées par rapport à celles qui les adopteront en catastrophe.

A ces trois conditions, l'investissement immobilier prendra avec succès le tournant historique des années 2020.



