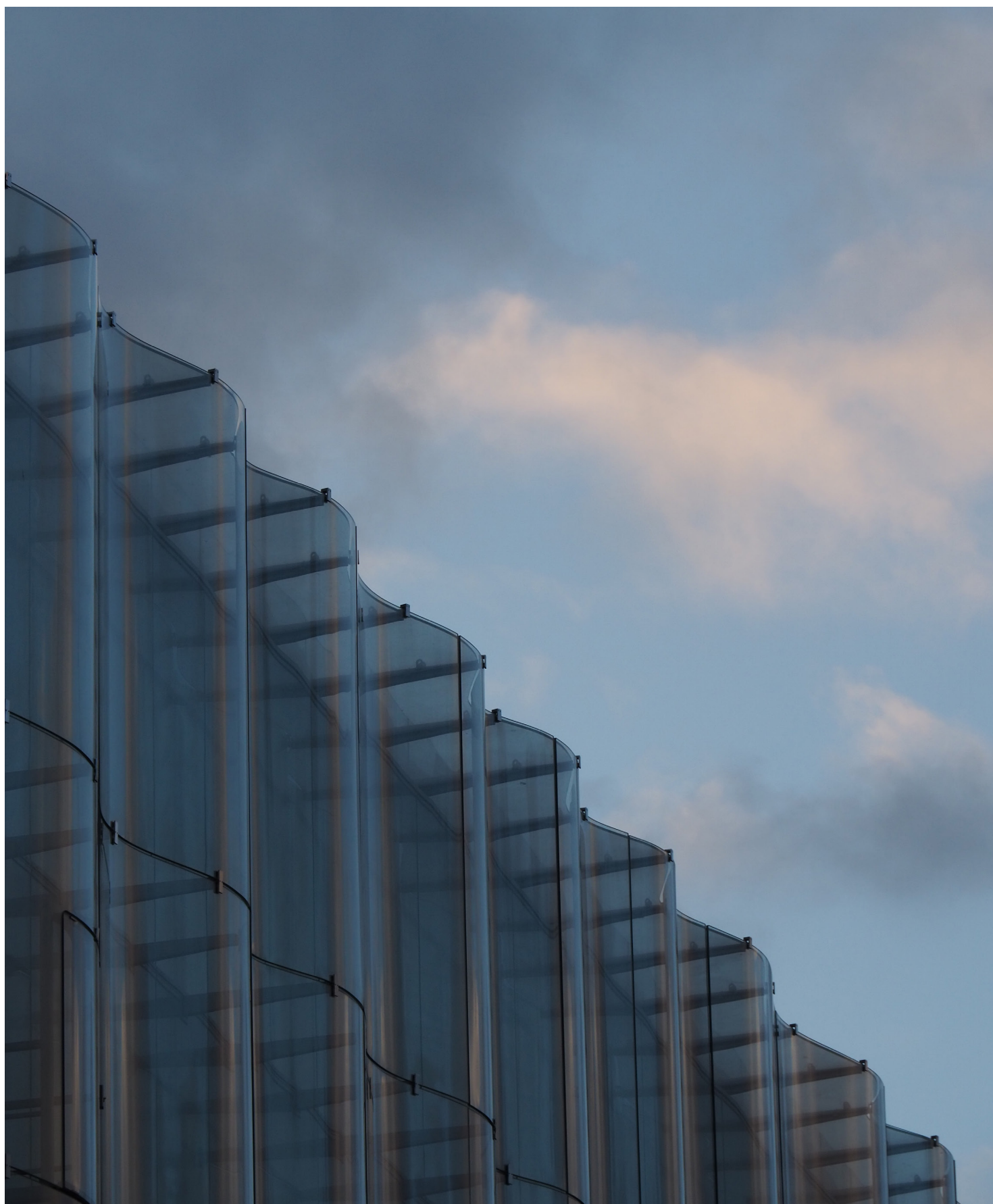


France – Mai 2020

Q  
SPOTLIGHT  
Savills Research

# Investissement France T1 2020



Début d'année en fanfare ● Brusque retournement avec la pandémie de Covid-19 ● Un avenir chamboulé mais déjà en cours de définition

# Contexte économique

## Face à l'inconnu

Dès les premiers jours de mise en œuvre des mesures de distanciation sociale puis de confinement, il apparaissait clairement que les effets macroéconomiques de la crise du Covid-19 seraient lourds. Leur évaluation ne cesse d'être revue à la hausse et force est de constater que nous ne disposons encore que d'estimations, susceptibles d'être remises en cause en fonction des conditions de déconfinement.

### Forte récession en 2020 avant rebond en 2021

Début avril, la Banque de France estimait que le PIB français s'était contracté de -6% au premier trimestre 2020. L'Insee évaluait la perte à 3 points de PIB par mois de confinement. Deux mois porteraient donc le recul à 6 points. Ces estimations étaient proches de celles de The Economist Intelligence Unit et de l'Institut Montaigne qui tablaient sur un chiffre de -5% pour 2020, fondé sur une hypothèse de contraction de -12% du PIB français au deuxième trimestre, suivie d'un retour à la normale étalé sur le reste de l'année. La récession en France serait ainsi similaire à celle attendue au Royaume-Uni (-5%) mais inférieure à celle d'autres pays voisins, à l'image de l'Allemagne (-6,8%) ou de l'Italie (-7%). L'ensemble de la zone euro serait la plus touchée à l'échelle mondiale, régressant en moyenne de 5,9% en 2020, tandis qu'outre Atlantique, les Etats-Unis subiraient des conséquences un peu moins fortes (-2,8%). L'économie mondiale dans son ensemble reculerait de -2,2%.

Bien que l'ajustement des prévisions ait été considérable, ces chiffres ne sont encore que provisoires. Le 19 avril, le gouverneur de la Banque de France a par exemple encore noirci le trait en annonçant une possible contraction de l'économie française de 8% en 2020, en fonction des modalités de déconfinement.

Une chose est par contre certaine : les conséquences de la crise du Covid-19 seront bien plus fortes que celles observées en 2009, à la suite de la faillite de Lehman Brothers. A l'époque, la zone euro n'avait reculé « que » de -4,1%, le Royaume-Uni de -4,2% et l'économie mondiale, dans son ensemble, de -0,1%.

Note positive dans ce maelström, le rebond attendu en 2021 serait beaucoup plus fort que celui initialement anticipé. Il pourrait être compris en France entre +4,5% selon la Banque de France et +6% selon l'Institut Montaigne. C'est l'espoir de beaucoup : que les stabilisateurs massifs mis en place par les différents gouvernements,

notamment dans la zone euro, permettent d'éviter une longue léthargie, à la différence de 2009. Le scénario en V reste donc privilégié mais c'est désormais un grand V en majuscule qui se dessine. Il pourrait toutefois être contrarié si les conditions du déconfinement s'avéraient difficiles. Le V se transformerait en U, avec un redémarrage plus lent.

### Durcissement du marché de l'emploi

Le choc immédiat sur l'emploi serait forcément violent : l'Organisation Internationale du Travail (OIT) estime que 38% de la population active mondiale, soit 1,25 milliard de personnes, est directement confrontée à la menace de perte d'emploi. Au deuxième trimestre 2020, l'OIT anticipe la destruction de 195 millions d'emplois à plein temps, dont 12 millions en Europe. Ce chômage restera-t-il conjoncturel ou deviendra-t-il structurel ? Dans l'hypothèse où les stabilisateurs mis en place par les gouvernements se montreraient efficaces et permettraient une reprise rapide de l'économie, l'essentiel des pertes d'emplois resteraient momentanées, se concentrant sur quelques semaines ou quelques mois.

La France a par exemple mis en place un vaste programme de chômage partiel, dans lequel 9,6 millions de salariés étaient entrés au 20 avril et qui pourrait rapidement concerner plus de 12 millions de personnes. Ce programme pèsera lourd sur le budget de l'état avec un montant prévisionnel supérieur à 20 milliards d'euros sur trois mois. Ces sont autant de coûts salariaux qui sont momentanément collectivisés, allégeant les charges des entreprises pour leur permettre de repartir rapidement de l'avant et de réintégrer leurs salariés. Que ce programme réussisse et les conséquences à moyen terme sur l'emploi et le pouvoir d'achat resteront globalement limitées.

Il ne faut toutefois pas se leurrer : la baisse du chômage, qui avait permis à la France de retrouver à la fin 2019 son plus bas niveau en onze ans (avec un taux de 8,1%), devrait s'interrompre en 2020. Le taux de chômage pourrait remonter, au



-5% à -8%  
L'estimation du repli du  
PIB en France pour  
l'année 2020



+4,5% à +6%  
L'estimation de la  
croissance du PIB en  
France pour l'année 2021



10%  
Le taux de chômage  
estimé à la fin de l'année  
2020 (en hausse)

moins ponctuellement, aux alentours de 10% de la population active.

### Après le Covid-19, l'espoir d'une Movida-20

Le scénario en V permettrait à la consommation des ménages de retrouver, d'ici à la fin de l'année, des volumes proches de la période de pré-crise. Ce serait une très bonne nouvelle dans la mesure où la consommation des ménages représente plus de la moitié du PIB français. L'effondrement des dépenses des consommateurs observé depuis la mise en place du confinement pourrait donc n'être que passager. L'Insee estime que la consommation des ménages a été inférieure de 35% à la normale pendant la dernière semaine de mars, avec notamment une réduction au minimum des dépenses de textile et d'habillement (entre -100 et -90%) ainsi qu'en produits manufacturés (-60%). L'hôtellerie, la restauration et les loisirs sont également à l'arrêt. A l'inverse, la consommation en produits agro-alimentaires était à la hausse (+6%), tirée par le réflexe de stockage des ménages et par le report de la part précédemment captée par la restauration.

Il est même possible qu'avec l'été, à la sortie du confinement, un phénomène de compensation et rattrapage puisse s'opérer en matière de consommation. Libérés, délivrés !... Un phénomène qui s'apparenterait à une sorte de mini-movida, à l'image de ce qu'a pu connaître l'Espagne des années 80 quand s'est levée la chape de plomb du franquisme. Après le Covid-19, ce serait la Movida-20... L'hôtellerie, la restauration et les loisirs notamment comptent dessus.

Il serait toutefois illusoire d'espérer un phénomène de vases communicants parfait. Il y a du chiffre d'affaires perdu à tout jamais. D'autant qu'il apparaît de plus en plus probable que la sortie du confinement ne soit que partielle et que des restrictions de déplacements soient maintenues, au moins à l'échelle internationale. Il est par exemple significatif que les professionnels du transport aérien n'attendent pas de retour à la « normale » avant 2021, voire 2022. Le monde ouvert que nous avons connu sera long à se remettre en place.

Il paraît ainsi déraisonnable de compter sur un retour rapide de la manne touristique provenant des pays asiatiques, du golfe arabe ou d'Amérique du Nord. Si rattrapage il y a, il se fera donc prioritairement sur la clientèle domestique et, éventuellement, sur celle de nos proches voisins.



# Bilan du marché français au terme du premier trimestre 2020

## Soleil d'hiver

Le début de l'année 2020 s'est inscrit à la suite des excellents résultats réalisés en 2019 par le marché français. Les volumes investis en immobilier d'entreprise, en hausse de 46%, ont témoigné de la capacité de séduction des opportunités immobilières dont recèle l'hexagone, tant auprès des investisseurs domestiques que des acheteurs internationaux. Il faut dire que les taux de rendement, tout en se maintenant à leur point bas historique, ont continué d'assurer une rentabilité intéressante. C'est donc un hiver ensoleillé qu'a connu le marché français. Un hiver qui s'est néanmoins conclu par un événement imprévu et imprévisible, appelé à changer bien des choses : la crise liée à la pandémie de Covid-19.

### Volumes investis : Bouquet final

Pour le marché français, les trois premiers mois de l'année 2020 ont constitué une réelle performance : avec un volume trimestriel d'investissement de plus de 7,5 milliards d'euros, c'est le meilleur démarrage jamais observé. Il est en hausse de 46% par rapport aux résultats enregistrés un an plus tôt et dépasse de 68% la moyenne décennale enregistrée au cours du premier trimestre de chaque année.

Cette dynamique confirme le marché français à sa troisième place européenne, derrière ses voisins allemand et britannique qui sont au coude à coude à un peu plus de 16 milliards d'euros (en hausse respective de 55 et 30%).

En année glissante, le marché français approche les 42 milliards d'euros placés. Un tel niveau est inédit.

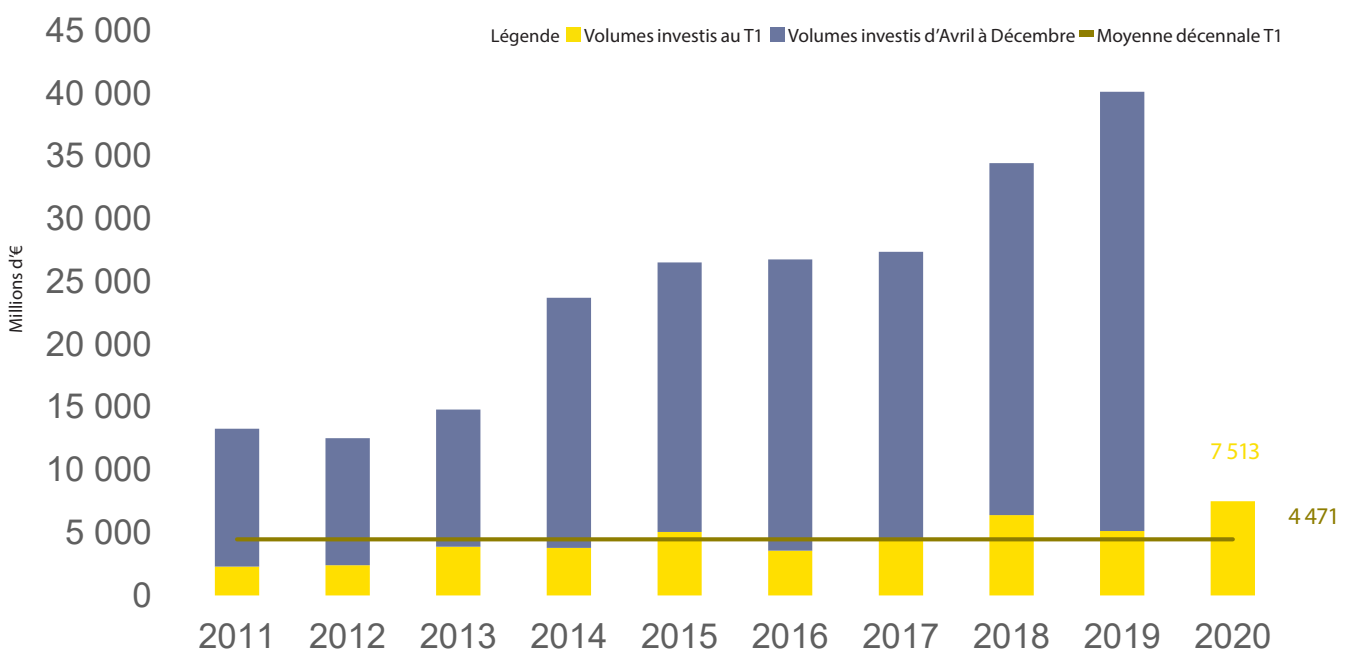
Il n'est malheureusement pas près d'être atteint de nouveau. Il y a en effet toutes les chances pour que cette performance s'inscrive dans les mémoires à la façon du bouquet final d'un grand et magnifique feu d'artifice donné par le marché français depuis quelques années. Frappée par les conséquences de la pandémie de Covid-19, l'activité a commencé à ralentir dès la mi-mars et il apparaît inévitable qu'elle soit plus morne au cours des prochains mois.

### Origine des fonds investis : Un marché très recherché

Comme cela était déjà le cas lors du second semestre 2019, le marché français a construit son succès du premier trimestre 2020 sur des relais de croissance qui se sont ajoutés, sans s'y substituer, aux moteurs identifiés antérieurement.

Le réveil des investisseurs domestiques s'est notamment confirmé. Après s'être fait damer le pion à la mi-2019 et avoir vu leur quote-part diluée dans le flot généré par les méga-deals réalisés par les investisseurs internationaux (on se souvient des acquisitions spectaculaires réalisées par les fonds coréens), les acheteurs français étaient redevenus majoritaires au terme de 2019. Ce rebond avait notamment été permis par les

France : Evolution des volumes investis



Source Savills Research

collectes d'épargne record réalisées. Ils sont restés au premier rang en ce début d'année 2020, générant 54% des montants investis en France entre janvier et mars.

Cette remontée a une double origine : d'abord une stratégie plus offensive et compétitive de leur part, ensuite un positionnement plus diversifié que celui de nombreux investisseurs internationaux, avec un intérêt pour des actifs alternatifs aux traditionnels bureaux parisiens. Le premier trimestre a ainsi vu la concrétisation d'acquisitions majeures par des acteurs domestiques, à l'image des 33 400 m<sup>2</sup> du programme Aquarel à Issy-les-Moulineaux, des 30 000 m<sup>2</sup> de Parallèle à Courbevoie, des 27 300 m<sup>2</sup> du Valmy à Montreuil ou des 10 600 m<sup>2</sup> du 50 Anjou dans le QCA parisien. Sans oublier l'acquisition du CIFA (29 600 m<sup>2</sup> de commerce de gros) à Aubervilliers ou celle du Lugdunum à Lyon (21 200 m<sup>2</sup> de bureaux).

Ce moteur est venu compléter celui qui dynamisait déjà le marché depuis le deuxième trimestre 2019 : le regain d'intérêt à l'international pour l'immobilier français. Cet intérêt s'est nourri de l'instabilité politique et commerciale à l'échelle internationale, ainsi que de l'environnement monétaire. Aux yeux de ces investisseurs, l'immobilier – et tout particulièrement l'immobilier français – est apparu potentiellement très attractif. D'abord parce que la France a séduit par sa résilience économique, par la qualité et la solidité de son marché locatif et, enfin, par sa stabilité institutionnelle, qui apparaissait presque comme un privilège autorisant une visibilité de moyen terme. La France a en outre bénéficié de la baisse de la monnaie européenne par rapport à la plupart des devises internationales, qui a conféré à son immobilier un avantage compétitif et laissé entrevoir une possibilité d'upside.

La part des investisseurs internationaux est ainsi passée en un an de 39% à plus de 46% des volumes investis à l'échelle nationale.

Comme c'était prévu, la vague coréenne s'est calmée au premier trimestre 2020. Le relai a été pris par les investisseurs nord-américains (Etats-Unis et Canada) et moyen-orientaux, ainsi que par une forte activité de la part des Allemands, qui ont confirmé leur volonté de renforcer leur exposition sur le marché français.

Au cours des prochains mois, cette demande internationale devrait se maintenir pour les actifs Core, le spread de taux offert par le marché français étant bon. Il est par contre possible que,

pour le segment Value Add, ces investisseurs se voient offrir des opportunités plus attractives dans d'autres pays et procèdent donc à une réévaluation de leur activité en France.

### Type et qualité des actifs achetés : Un certain goût pour la sécurité

L'internationalisation observée observé à partir du deuxième trimestre 2019 et la stratégie plus offensive développée par les investisseurs domestiques ont encouragé la remontée de la part des actifs Core. Celle-ci s'est confirmée au premier trimestre 2020, passant en un an de 75 à 80% des volumes investis.

Ce retour en force du Core trouve également son origine dans la forte concentration du marché sur quelques transactions phare. Les cessions d'un montant unitaire supérieur à 100 millions d'euros représentent 64% des volumes investis pendant les trois premiers mois de l'année contre seulement 48% au premier trimestre 2018. Il est d'ailleurs intéressant de noter que, si les volumes investis sont en forte hausse, le nombre de transactions est quant à lui à la baisse, notamment sur le segment inférieur à 50 millions d'euros (-35%).

La concentration du marché explique enfin un autre phénomène : le maintien de la nette domination des actifs de bureaux sur le marché français. Même si, comme en 2019, leur quote-part reste en dessous de 70%, soit un niveau relativement faible pour le marché français, les actifs de bureaux continuent d'être ultra-dominants (66% des volumes investis au premier trimestre 2020). La raison est à chercher dans l'étroitesse de la plupart des autres compartiments d'actifs et dans le fait que, lorsque des investisseurs explorent les alternatives au segment Core, celles-ci sont souvent constituées de surfaces de bureaux.

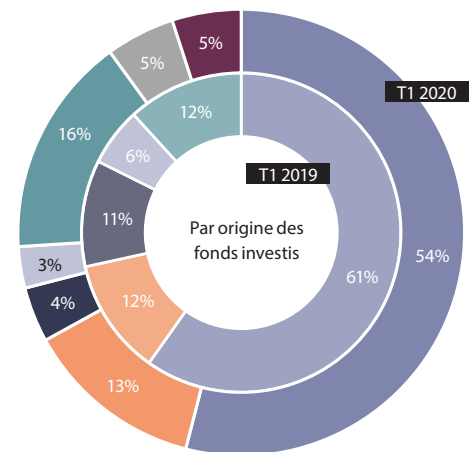
Outre le compartiment bureaux (+58%), celui constitué par l'industriel et la logistique est le seul à afficher une progression des montants investis au terme du premier trimestre 2020 : celle-ci est même spectaculaire (+71%, grâce notamment à la prise en compte de la quote-part française du portefeuille Mercury, acheté par Patrizia). Le commerce et les services sont par contre en baisse.

Hormis quelques acquisitions significatives par des fonds internationaux, à l'image de celles de Nova à Villejuif ou de Perspective Défense à Nanterre, les actifs présentant un risque modéré

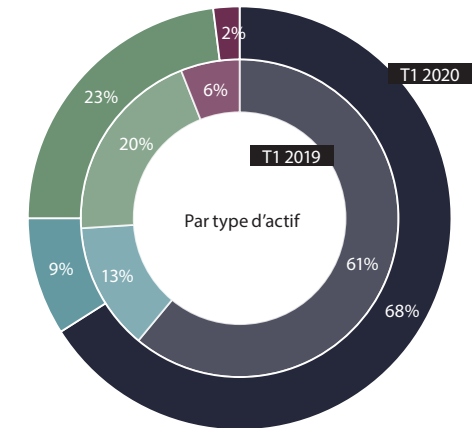
### France : Répartition des volumes investis

Légende :

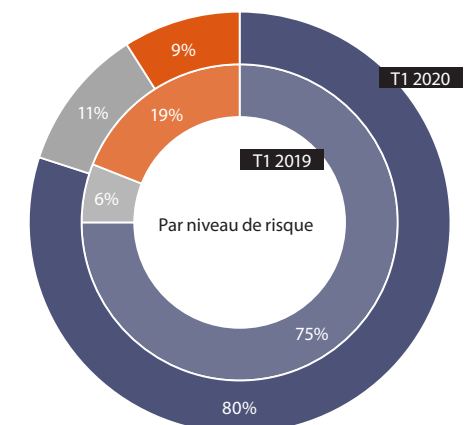
France Allemagne Royaume-Uni  
Autres pays de l'UE USA Asie-Pacifique  
Autres



Légende : Bureaux Commerce Industriel Services



Légende : Core Core+ / Opportuniste Value Add



Source Savills Research

sont restés l'apanage des investisseurs français au premier trimestre 2020. Il serait assez logique que les acquéreurs se montrent plus exigeants au cours des prochains mois dans leur appréciation des qualités intrinsèques de tels actifs. Les immeubles jugés susceptibles de prémunir du risque seront moins nombreux (certains continueront de recevoir une appréciation favorable, comme ce sera par exemple le cas pour le 46-48 avenue de la Grande Armée, dans le QCA, dont l'acquisition devrait être comptabilisée au deuxième trimestre 2020).

#### Géographie des volumes investis : Progression des alternatives à l'Ile-de-France

L'Ile-de-France a attiré, au cours des trois premiers mois de l'année, près de 4,7 milliards d'euros d'investissement en immobilier d'entreprise. La progression par rapport à la même période de l'année précédente est impressionnante, avec +64%. Encore ce volume ne prend-il pas en compte la quote-part de la région parisienne dans les portefeuilles nationaux. Celle-ci peut être estimée à près de 450 millions d'euros au premier trimestre 2020, ce qui porterait le volume total investi en Ile-de-France à plus de 5,1 milliards d'euros.

La France est un pays très centralisé autour de sa capitale et la configuration récente du marché ne remet pas en cause ce modèle : la région parisienne a toujours eu et conserve une place prépondérante à l'échelle nationale. Elle représente 62% des volumes investis en France au premier trimestre. Tout au plus peut-on remarquer qu'un rééquilibrage, encore modéré, au profit des différentes métropoles régionales a été permis, notamment sous l'impulsion d'un intérêt croissant des investisseurs pour les portefeuilles nationaux et pour les grands actifs régionaux : la part de l'Ile-de-France est désormais clairement inférieure à son poids moyen sur les 10 dernières années (80%).

La prépondérance de la région parisienne à l'échelle nationale est donc – un peu – moins forte. Ce qui ne l'empêche toutefois pas de s'imposer à l'international : Paris est, avec Londres, l'une des deux très grandes places européennes, susceptibles de jouer les premiers rôles au niveau mondial.

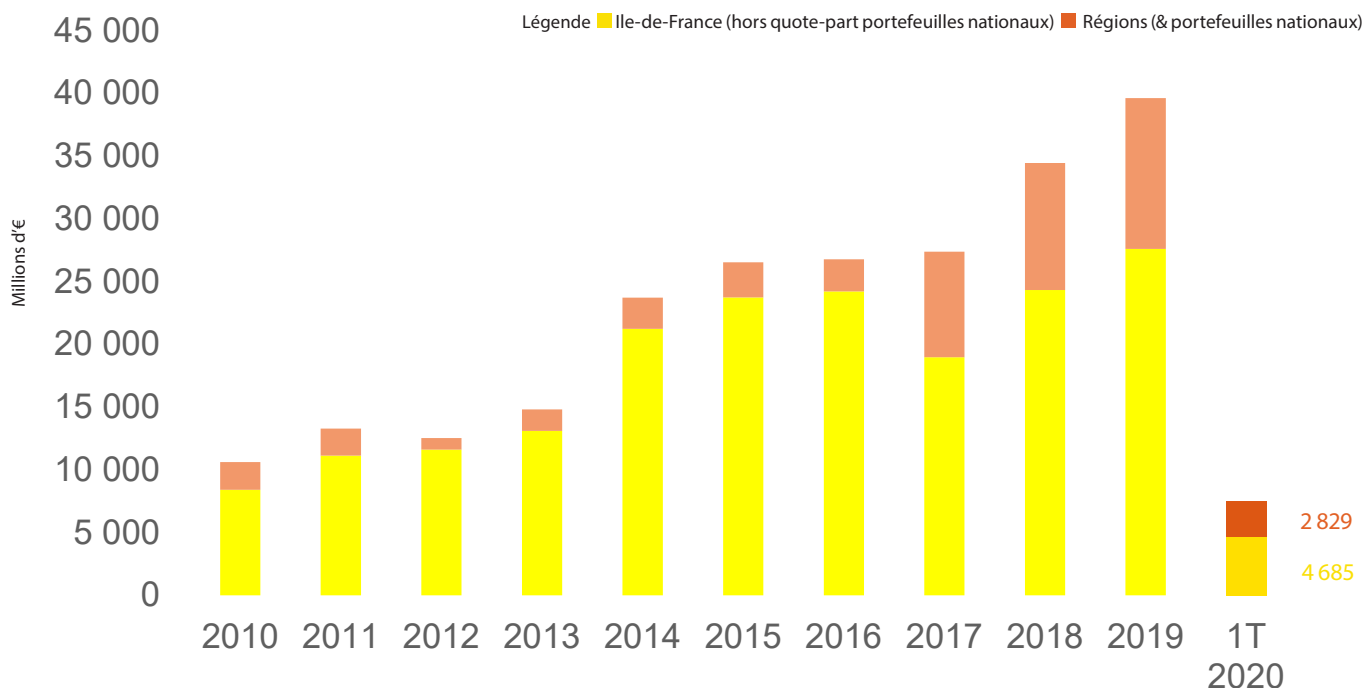
L'Ile-de-France est toutefois loin de présenter un profil homogène. La configuration de marché qui prévalait jusqu'en ce début 2020 (avec notamment une concentration sur des deals d'un montant unitaire très élevé) a eu tendance à pénaliser Paris intra-muros. Si la ville centre est le marché de

« prédilection » du Core, elle ne dispose en effet que d'un stock limité de très grands immeubles à proposer à la vente, leurs propriétaires hésitant à s'en défaire par peur d'être confrontés à la difficulté de réinvestir. L'activité dépend donc de la concrétisation de quelques opportunités et tend, de ce fait, à se montrer volatile. Au premier trimestre 2020, c'est Paris Centre Ouest, situé aux marges du QCA, qui a tiré les marrons du feu grâce notamment à la cession du 14 rue Bergère pour un peu plus de 600 millions d'euros. Au total, en trois mois, ce secteur a attiré plus d'un milliard d'euros, affichant une hausse annuelle vertigineuse (+406%). Le QCA s'est quant à lui laissé distancer, avec un volume de près de 860 millions d'euros et une progression beaucoup plus modeste (+18%).

Le reste de Paris intra-muros reste sur des volumes réduits (175 millions d'euros), en régression par rapport au premier trimestre 2019 (-29%).

En dehors de Paris intra-muros, La Défense n'a pas vu de deal significatif se concrétiser et présente un bilan vierge. Ce quartier d'affaire est resté dans l'ombre du Croissant Ouest qui, tiré par la très forte activité dans le sous-secteur Péri-Défense, a attiré près de 1,49 milliard d'euros (+129%). La Première Couronne réalise une performance plus modeste mais honorable, avec 900 millions investis (+23%).

France : Répartition géographique des volumes investis en France



Source Savills Research

Malgré sa prédominance, l'Ile-de-France ne résume toutefois pas le marché français. Le poids des régions dans l'activité a eu tendance à s'accroître, pour s'établir à 38% des volumes investis dans l'hexagone au premier trimestre. La moyenne observée sur une période de 10 ans est de 20%. Une telle augmentation a été rendue possible par la cession de quelques grands portefeuilles nationaux (dont une quote-part, difficile à individualiser mais qui peut être estimée à près de 450 millions au premier trimestre 2020, est constituée d'actifs situés en Ile-de-France). Près de 1,8 milliard d'euros ont été mobilisés pour l'acquisition de ces portefeuilles au cours des trois premiers mois de l'année (+30% en un an), avec notamment trois cessions d'un montant unitaire de plus de 200 millions enregistrées sur des portefeuilles logistiques (Mercury, Hub & Flow et Ares).

L'activité en province bénéficie également de la cession de grands actifs dans les capitales régionales, à l'image de celle du Lugdunum à Lyon pour un peu moins de 130 millions d'euros. En termes de répartition entre les différents marchés régionaux, Auvergne-Rhône-Alpes (Lyon) confirme sa pôle position. Elle a attiré 350 millions d'euros en trois mois, progressant de +52%. La place de challenger réserve une nouveauté puisqu'elle échoit à la région Grand Est (Strasbourg), qui réalise une percée avec près de 220 millions d'euros. Cette performance a été permise grâce à la cession en VEFA d'une plate-forme logistique située près de Diefmatten. A la troisième place, avec 120 millions d'euros, on retrouve les Hauts-de-France (Lille), qui chutent lourdement par rapport à l'an dernier (-62%) et qui sont rejoints par la Nouvelle-Aquitaine (Bordeaux), en hausse de +362%.

### Taux de rendement : Un spread de rendement accru pour l'immobilier

Dans un marché aussi actif que celui observé au premier trimestre 2020, les taux de rendement prime sont restés à des niveaux historiquement faibles. Dans le QCA parisien par exemple, ceux enregistrés pour de beaux immeubles de bureaux avaient enfoncé leur plancher historique de 3,0% à la fin de l'année 2019, pour s'établir à 2,90%. Ils y sont restés au premier trimestre 2020. De tels niveaux n'ont rien d'irrationnel : en plus des perspectives de réversion liées à la croissance des loyers (telle qu'elle apparaissait au premier trimestre), ils assurent en effet un avantage élevé au compartiment immobilier. Le spread avec le taux obligataire s'établissait ainsi à 290 points de base à la fin mars 2020. A un tel niveau, il

demeure nettement au-dessus de sa moyenne décennale (220 pdb).

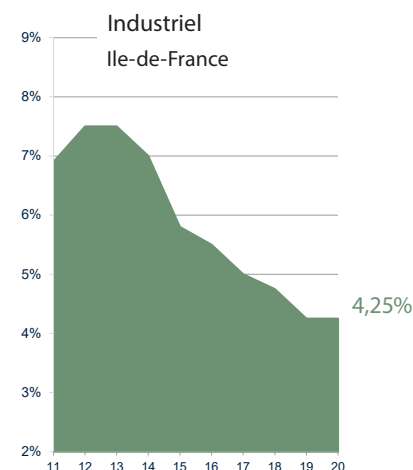
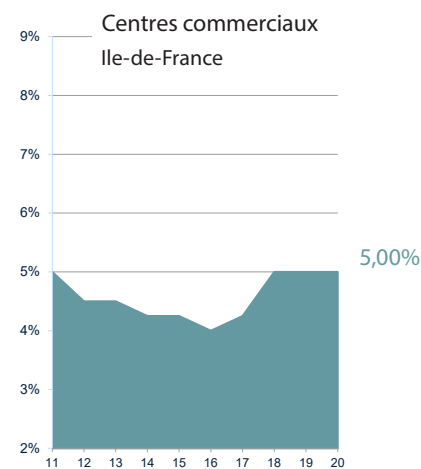
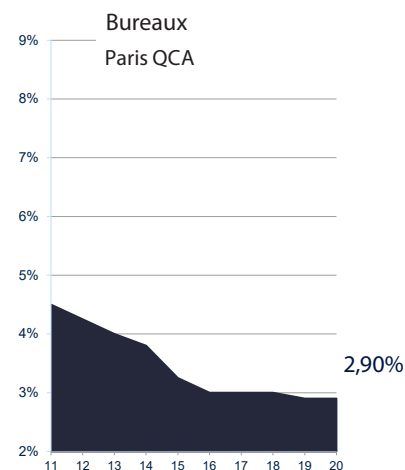
Pour les actifs de bureaux, c'est la rémunération du risque qui a continué d'être relativisée pendant le premier trimestre 2020. Avec un très faible niveau de vacance et une carence marquée de l'offre de Grade A, le risque locatif semblait en effet très modéré dans les marchés matures de la région parisienne. Les actifs à revaloriser, qu'il s'agisse d'immeubles sous-loués, à restructurer ou ne disposant que d'un engagement locatif court de leurs utilisateurs, apparaissaient en conséquence comme de réelles opportunités de création de valeur et un placement sûr, susceptibles d'attirer des investisseurs traditionnellement spécialisés en Core. Cela a conduit à un tassement du spread de taux entre les actifs sécurisés et les actifs plus risqués – tassement qui a probablement vécu au vu des événements actuels.

En dehors du compartiment bureaux, les taux de rendement sont également restés stables en ce début 2020.

Le taux prime s'établit à 5,00% pour les centres commerciaux, consolidant la baisse de 25 points de base enregistrée au quatrième trimestre 2019 en raison du regain d'intérêt pour les actifs de commerce. Il retrouve ainsi un niveau équivalent à celui observé à la fin 2018. Pour les commerces en pied d'immeuble parisien, le taux prime reste à son étiaje (2,50%).

Tiré par la forte activité sur les grandes plateformes logistiques, le taux prime en industriel avait poursuivi son chemin à la baisse (-25 points de base en un an), pour s'établir à 4,25% à la fin 2019. Il est resté inchangé au premier trimestre 2020.

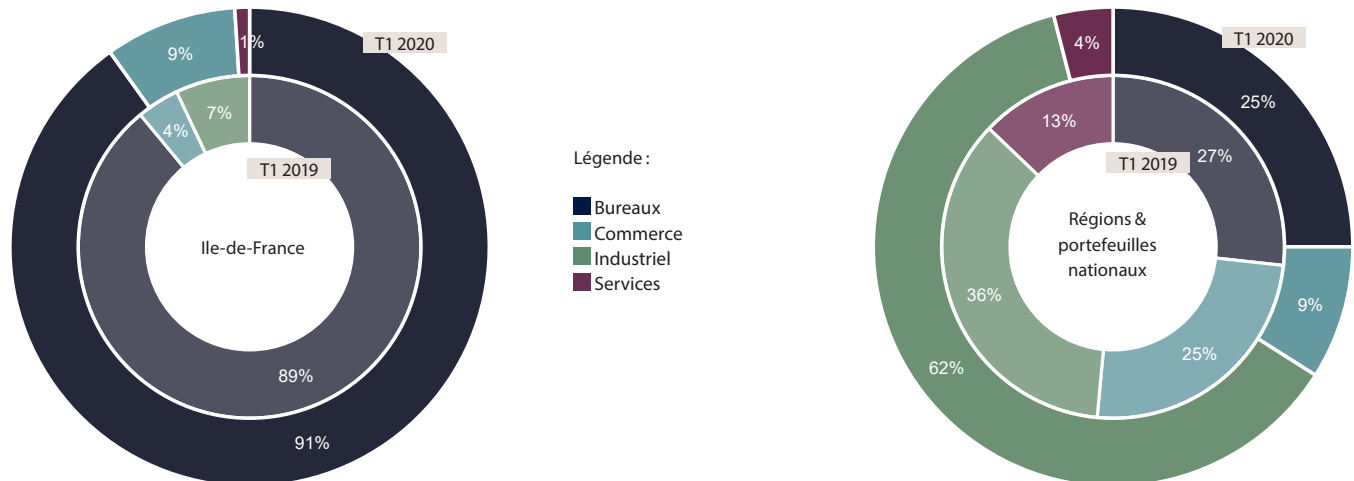
### France : Taux de rendement prime par typologie d'actifs



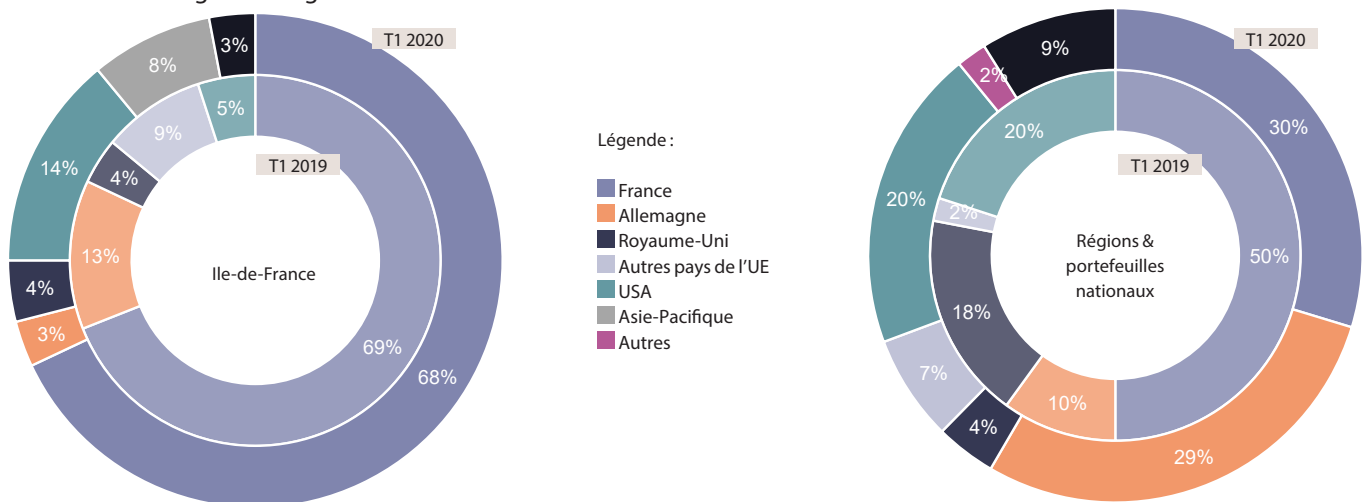
Source Savills Research

# Les spécificités de l'IDF par rapport aux marchés régionaux français

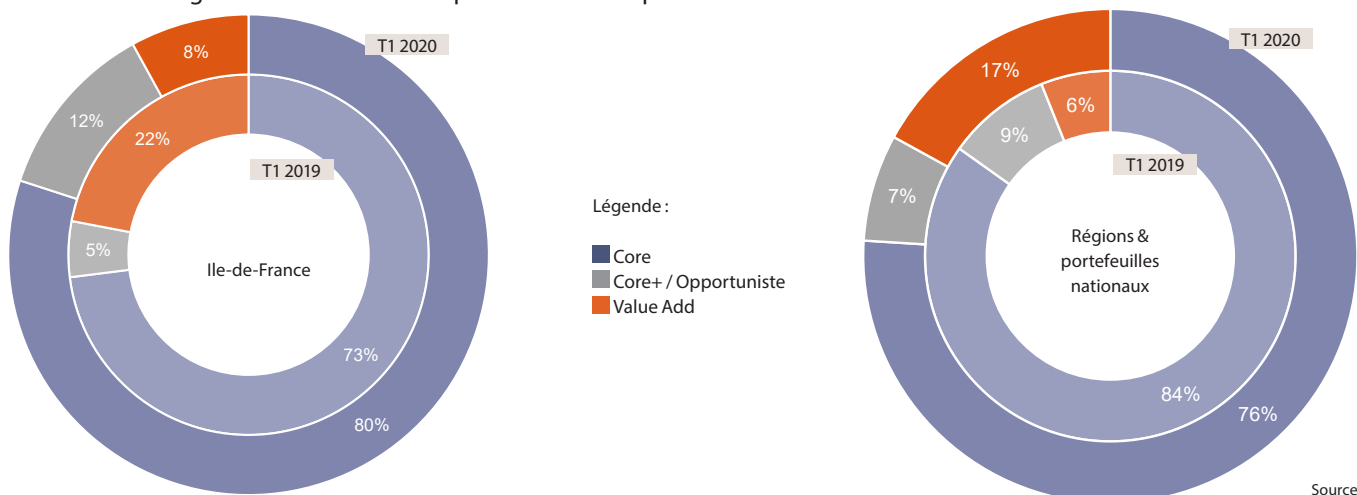
Ile-de-France vs Régions : Volumes investis par type d'actifs



Ile-de-France vs Régions : Origine des fonds investis



Ile-de-France vs Régions : Volumes investis par niveau de risque



# Perspectives

## L'après est déjà en construction

Pour le marché de l'investissement, les résultats du premier trimestre 2020 ont été brillants. Tout juste bouclés, ils paraissent pourtant déjà très lointains, presque obsolètes, tant le choc lié à la pandémie de Covid-19 est violent. Comme tous les marchés, l'investissement en immobilier d'entreprise n'est pas immunisé et sa physionomie est appelée à profondément changer. Il présente toutefois des atouts pour espérer limiter, tant en ampleur que dans la durée, les contrecoups des ajustements en cours et revenir assez vite à une forme de normalité.

### Environnement économique et financier : Mise en place d'amortisseurs à la crise

Face à une crise totalement inédite, parce qu'exogène dans son origine au système financier et productif, les gouvernements nationaux ont très vite réagi pour tenter de limiter les conséquences économiques de la pandémie. C'est particulièrement vrai en Europe qui détenait, début mai, le triste record de victimes du Covid-19. La Commission européenne a mis en place dès les 18 et 20 mars un cadre temporaire autorisant les états membres de l'Union européenne à s'affranchir des règles de l'orthodoxie budgétaire et à disposer d'une flexibilité maximale en matière d'aides publiques. Mises bout à bout, ces mesures de soutien à l'économie, décidées en quelques semaines, atteignent un total estimé par la Fondation Robert Schuman à 2 450 milliards d'euros. Un montant impressionnant, qui représente 15% du PIB de l'Union européenne. Ces mesures sont toutefois d'ordre national et des écarts conséquents existent entre les pays en fonction de leur capacité budgétaire. A l'échelle supranationale, la riposte au Covid-19 apparaît par contre beaucoup plus difficile à mettre en œuvre. Les états membres de l'Union européenne ont échoué jusqu'ici à s'accorder sur un plan d'aide et de relance commun. Au point que Christine Lagarde, présidente de la Banque centrale européenne (BCE), a mis en garde les gouvernements contre le risque « d'agir trop peu, trop tard ».

Face à cette situation, la BCE a pris les devants, au risque de paraître sortir de son mandat aux yeux de certains et de s'exposer à des contestations et des recours. Son objectif est double : éviter que les conditions de financement ne se durcissent et n'aggravent l'impact économique de la crise ; écarter la mise en place de mécaniques spéculatives liées à une défiance croissante vis-à-vis de certains secteurs ou états.

Concernant ce second point, la BCE a confirmé fin avril les mesures prises depuis la mi-mars et qui renforcent considérablement les achats de dette publique et privée sur le marché. Elle va ainsi dépenser 120 milliards d'euros supplémentaires au titre de son programme de Quantitative Easing (QE) d'ici à la fin de l'année. Elle s'est par ailleurs déclarée prête à accroître la taille de son programme d'urgence contre la pandémie (PEPP, pour Pandemic Emergency Purchase Program), dont l'enveloppe s'élève déjà à 750 milliards d'euros et qui assouplit les règles d'achat de dette. Ces mesures s'ajoutent aux 20 milliards de titres obligataires que la BCE achetait déjà chaque mois et aux réinvestissements de titres arrivés à échéance. Ce sont ainsi près de 1 100 milliards d'actifs publics que la BCE pourrait prendre en charge en 2020, selon des règles dérogatoires à la clé de répartition des états à son capital. Autant de dispositions qui se sont avérées suffisantes, pour l'instant, pour calmer les marchés financiers et éviter une remontée significative des taux obligataires. Ce point est essentiel pour le marché de l'investissement en immobilier d'entreprise quand on sait la valeur de référence qu'ont les taux obligataires pour les rendements immobiliers.

Pour ce qui est du financement de l'économie, la BCE a mis en place des mesures techniques très incitatives pour encourager les banques à continuer d'accorder des prêts et qui, pour l'instant au moins, portent leurs fruits. En mars 2020, les nouveaux crédits accordés aux entreprises ont en effet atteint leur record historique, avec 118 milliards d'euros [1].

Ces actions, prévues pour plusieurs mois, devraient prémunir l'économie contre un manque de liquidité et permettre aux taux d'intérêt bancaires de demeurer à des niveaux historiquement faibles. La remontée observée depuis quelques semaines devrait ainsi rester

limitée. Il est toutefois très probable que se mette en place une différenciation croissante des conditions de financement, en fonction de l'appréciation du risque par les opérateurs bancaires.

Un tel contexte commandera aux évolutions du marché de l'investissement, entraînant son resserrement en termes de volumes, tout en préservant la possibilité d'une reprise ultérieure.

### Concentration du marché sur le Core : Le Graal de la sécurité

Les acheteurs, surtout lorsqu'ils doivent jouer avec l'effet de levier, devraient se montrer plus sélectifs dans leurs choix d'investissement, en donnant la priorité aux actifs immobiliers jugés les moins spéculatifs. « Le Core d'abord » devrait ainsi être le slogan du marché, au moins dans l'immédiat, sachant que l'acception de la notion Core devrait se restreindre autour d'un petit nombre d'immeubles. Dans l'état d'esprit des acquéreurs, le Core tendra en effet à se limiter au segment ultra-Core ou Premium défini par le triangle magique constitué par une localisation indiscutable, un locataire de grande qualité et un engagement locatif ferme de long terme.

La demande restera forte en la matière, les actifs immobiliers éligibles apparaissant comme des opportunités exceptionnelles. C'est par contre l'offre qui risque de ne pas suivre, d'autant que les propriétaires de ces immeubles hésiteront sans doute à les mettre en vente par peur de se trouver confrontés à la difficulté de réinvestir.

Cette insuffisance de l'offre, alliée au maintien d'une forte demande, semble exclure une remontée des rendements pour le bureau Core. Il est même au contraire possible que le marché soit témoin d'une contraction supplémentaire des taux de rendement sur les quelques actifs Premium qui

[1] Charles-Henri Colombier, directeur de la conjoncture de l'institut Rexecode, cité par La Croix, 30 avril 2020

se présenteront à la vente. Cela ne traduira bien sûr que quelques situations spécifiques, loin d'être généralisables : les taux de rendement constatés au travers des transactions Core ne devraient globalement guère évoluer par rapport à ceux du premier trimestre 2020. Le taux Prime resterait ainsi proche de 3,0% dans Paris QCA.

#### **Baisse des volumes investis : L'inévitable contraction ne conduira pas à un marché peau de chagrin**

Le principal changement sera à chercher du côté des volumes investis. La crise du Covid-19 se traduira d'abord et avant tout par la baisse d'activité, qui a toutes les chances d'être drastique. Faute d'opportunités, les deals Core vont s'espacer. En dehors de ce segment, pour les actifs présentant un profil de risque plus important, une baisse de régime paraît également inévitable.

Tout d'abord parce que, côté propriétaires, la crainte de vendre à des conditions moins favorables que celles observées jusqu'en début d'année et que celles qu'il sera possible d'obtenir dans quelques mois, dans un environnement

redevé plus lisible, constituera un frein. La peur ou, plus simplement, l'anticipation d'une baisse des valeurs vénale encourage mécaniquement l'entrée en apesanteur du marché : tous ceux qui le pourront, et c'est le cas d'une très grande majorité de propriétaires, retarderont les mises sur le marché.

La réciproque devrait ensuite se vérifier côté acquéreurs, avec une éclipse de certains investisseurs et une demande nettement plus atone. Les fonds dotés d'une stratégie Value Add sont souvent d'origine anglo-saxonne : la France n'est pour eux qu'un marché parmi d'autres, dont ils évaluent les opportunités à l'aune de celles qui sont offertes ailleurs. Or il est probable que tous les marchés n'auront pas la possibilité de retarder et de limiter autant qu'en France leur repricing. Ils apparaîtront donc plus attractifs et détourneront les flux Value Add de l'hexagone. En parallèle, le marché français ne pourra plus autant compter sur le relais des investisseurs domestiques qui, malgré leur orientation Core, s'étaient diversifiés sur des actifs Core+ ou Value Add en raison du faible niveau de risque du marché français.

Tout cela devrait concourir à une baisse très significative des volumes investis en France. Un, deux, trois, soleil, on ne bouge plus ! Ou presque. Il ne nous paraît pas fantaisiste d'anticiper, pour l'année 2020, une contraction de près de 50% par rapport au niveau observé en 2019 (40 milliards d'euros).

Ce serait une baisse considérable. Mais ne serait-ce pas, dans le même temps, une nouvelle preuve de la force acquise par le marché français et de son changement de dimension au cours des dernières années ? Même amputée de moitié, la base du marché français serait en effet d'une vingtaine de milliards d'euros, soit un doublement par rapport à l'étiage observé lors de la précédente grande crise, à la suite de l'éclatement de la bulle des subprimes et de la faillite de Lehman Brothers. Ce serait donc tout sauf un retour à la case départ et cela constituerait une belle base pour construire l'après.



### Repricing différencié : Un nouvel étalonnage du marché comme préalable à une future reprise

Une telle base sera vite dépassée, le marché n'ayant pas vocation à rester « rikiki ». La mise en œuvre du déconfinement, l'amélioration de la lisibilité de l'environnement des investisseurs et l'amorce d'une reprise économique devraient favoriser les revues de portefeuilles, tout en garantissant la rationalité financière de ces opérations pour les vendeurs.

Côté acheteurs, de nombreux véhicules ayant fait appel à la collecte sont à la tête de liquidités très importantes et resteront acheteurs nets. Leur conception du Core, devenue très restrictive, devra s'assouplir en raison du manque d'opportunités et s'élargir au-delà du petit nombre d'immeubles Premium.

Si le segment Core pourrait maintenir ses niveaux de prix, ce n'est pas vrai pour les actifs peu ou mal sécurisés, ainsi que pour quelques immeubles « surpayés » au vu de l'actualisation de leurs perspectives de rentabilité locative. L'échelle des taux de rendement, qui avait eu tendance à s'écarter avec la réduction du spread entre les actifs Core d'un côté et les actifs Value Add de l'autre, reprendrait alors de l'ampleur.

Dans quelle proportion ? L'importance du repricing dépendra de plusieurs inconnues. L'évolution des loyers et de l'activité transactionnelle sur le marché locatif bien sûr ; l'effectivité et la vivacité de la reprise économique et l'éventuel durcissement des conditions de financement des opérations d'acquisition ensuite.

Il devrait également se différencier en fonction des secteurs géographiques et des classes d'actifs. Les localisations les plus tributaires d'un nombre restreint d'utilisateurs et qui risquent de voir leur taux de vacance remonter plus rapidement seront davantage exposées à un repricing significatif que les marchés diversifiés et matures. De même, les actifs de bureau ne sont pas impactés à l'identique que ceux qui relèvent de la logistique, des services, du commerce ou de l'hôtellerie. La logistique devrait ainsi tirer profit de la croissance du e-commerce pendant la période de confinement, qui modifiera sans doute durablement le comportement des consommateurs, ainsi que du

réexamen de la supply chain que devront engager industriels et enseignes. Cette classe d'actifs continuera donc de susciter un intérêt croissant de la part des investisseurs, ce qui la prémunit contre une révision importante des valeurs. Les prochains mois seront par contre davantage à l'expectative pour le commerce et l'hôtellerie, dès lors qu'on sortira des segments Core. Là, certains business models ont montré leurs limites et de nombreuses interrogations pèsent sur l'avenir. Un travail de réinvention pourrait être à engager, pouvant passer par certains repositionnements ou reconversions d'actifs (modification d'usages, développement de nouveaux services, rapprochement en direction de la logistique de proximité, etc.). Ce travail recèle de futures possibilités de croissance mais il mettra du temps avant d'être éprouvé.

Quoiqu'il en soit, c'est par la reconstitution différenciée des primes de risque sur l'ensemble de ces produits Core+ ou Value Add, et par l'acceptation du nouvel étalonnage du marché que seront réunies les conditions d'un regain d'activité des investisseurs et d'un nouvel élargissement du marché.

---

Le sens des ajustements à venir semble clair mais les inconnues sont encore trop nombreuses pour en déterminer l'ampleur ou pour affirmer la durée exacte de la phase d'ajustement qui s'annonce. Comme l'indique l'Insee dans sa dernière note de conjoncture, aucune prévision n'est « aisée » à cette heure. C'est un euphémisme. Reste une conviction : le marché français de l'investissement a de nombreuses cartes en main pour s'assurer, après absorption du choc, de beaux lendemains. Des lendemains qui sont d'ores et déjà en construction...

### Savills team

Please contact us for further information

Boris Cappelle  
CEO  
Savills France  
+33 1 44 51 77 17  
bcappelle@savills.fr

Thomas Canvel  
Managing Director  
France Investment  
+33 1 44 51 77 16  
tcanvel@savills.fr

Cyril Robert  
Head of Research  
France Research  
+33 1 44 51 17 50  
cyril.robert@savills.fr

Savills plc: Savills plc is a global real estate services provider listed on the London Stock Exchange. We have an international network of more than 700 offices and associates throughout the Americas, the UK, continental Europe, Asia Pacific, Africa and the Middle East, offering a broad range of specialist advisory, management and transactional services to clients all over the world. This report is for general informative purposes only. It may not be published, reproduced or quoted in part or in whole, nor may it be used as a basis for any contract, prospectus, agreement or other document without prior consent. While every effort has been made to ensure its accuracy, Savills accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from its use. The content is strictly copyright and reproduction of the whole or part of it in any form is prohibited without written permission from Savills Research.

