

France – Décembre 2019



SPOTLIGHT
Savills Research

Investissement France T3 2019

savills



Vers un nouveau record ● Paris, premier marché européen ● Reprise de la compression des taux de rendement

Contexte économique

Ronronnant

L'économie française se distingue de la plupart de ses grands voisins et partenaires par sa résilience. Alors qu'un peu partout les perspectives économiques se dégradent et sont revues à la baisse, la France est relativement épargnée. Il n'y a rien d'époustouflant dans les performances hexagonales mais cette stabilité apparaît comme un solide argument de séduction dans un environnement volatil et de plus en plus incertain.

0,3. 0,3. 0,3... Régulier, ronronnant et, en même temps, rassurant : 0,3%, c'est pour le troisième trimestre consécutif, le taux de croissance de l'économie française. Pas de quoi pavoiser, mais dans un environnement international en constante dégradation, la France se singularise par sa résilience. Le chiffre du troisième trimestre est en effet légèrement meilleur que celui généralement attendu [1]. L'acquis de croissance pour l'année en cours s'élève désormais à 1,2% alors qu'il n'était que de 1,1% en juin. Les dernières prévisions pour l'ensemble de 2019 s'établissent entre 1,3 et 1,4%, avec en perspective le maintien de ce rythme pour 2020.

Ce portrait paraît presque flatteur en comparaison du comportement de nombreuses économies voisines. Si le Royaume-Uni se maintient à un niveau d'activité proche de la France, le rythme de croissance ne cesse d'être révisé à la baisse avec un troisième trimestre moins bon qu'espéré. L'Allemagne a échappé de peu à une entrée officielle en récession au terme du troisième trimestre mais n'attend qu'une croissance de 0,5% en 2019, puis de 1 à 1,2% en 2020. En Italie enfin, l'économie devrait connaître une quasi-stagnation en 2019 (0,1%), avant de légèrement repartir de l'avant en 2020 (+0,6%).

La structure de l'économie française, moins exposée au commerce international que d'autres, explique ce qui apparaît presque comme une performance. Les exportations de biens et de services ne comptent ainsi que pour 31% du PIB français, contre près de la moitié pour l'Allemagne. La constante dégradation du commerce international, sous l'effet des tensions entre les Etats-Unis et la Chine, l'affecte donc moins.

Le principal moteur de l'économie hexagonale reste la demande intérieure, qu'il s'agisse de la consommation des ménages ou de l'investissement des entreprises. Ce dernier progresse nettement (1,2% au troisième trimestre), les entreprises profitant des taux bas pour s'équiper. La consommation des ménages est elle-aussi à la hausse (0,3% pour les trois derniers mois). Elle profite de deux facteurs. D'abord, la bonne tenue du marché du travail, avec un taux de chômage qui devrait continuer de baisser lentement pour s'inscrire à 8,3% de la population

active en fin d'année. Ensuite, la hausse du pouvoir d'achat observée depuis quelques mois et qui devrait se poursuivre au quatrième trimestre avec la nouvelle tranche de réduction de la taxe d'habitation. Au total, le pouvoir d'achat des ménages devrait progresser de 2,3% pour l'ensemble de l'année (contre seulement 1,8% en 2018).

Cette relative stabilité et cette résilience française apparaissent clairement comme des atouts dans un environnement international particulièrement instable. Ils permettent en effet aux décideurs économiques et aux investisseurs d'avoir une meilleure visibilité de moyen terme. Ce n'est pas pour rien dans l'intérêt suscité depuis plusieurs années par le marché français à l'international.

[1] Le consensus Reuters s'établissait à +0,2%

1,3% - 1,4%

Estimation de la croissance du PIB en France pour l'ensemble de l'année 2019

+1.2%

Rebond dans l'investissement des entreprises au T3 2019

8,3%

Taux de chômage attendu en France à la fin 2019, son plus bas niveau depuis début 2009

+4,5%

Forte hausse du nombre total de créations d'entreprises en septembre 2019 (+15,7% au cours des 12 derniers mois)

Le marché de l'investissement en France

Vrombissant

Tout l'indique : le marché français battra un nouveau record au terme de 2019, avec un volume d'investissement qui devrait approcher les 35 milliards d'euros. Autre grande première, Paris s'impose comme la principale place européenne, devant Londres. Autant de performances qui sont d'autant plus appréciables qu'elles se font dans un environnement international beaucoup plus morose.

Volumes investis : Course au sommet

Le rythme des volumes investis sur le marché français ne cesse de s'accélérer depuis le début 2019. Le premier semestre avait été bon, le deuxième s'annonce exceptionnel. Le marché français dépasse ainsi la barre des 23 milliards d'euros placés au cours des neuf premiers mois de l'année : c'est 26% de plus que le niveau observé il y a un an. Plus remarquable encore : le marché se situe à 61% au-dessus de sa moyenne décennale. Le volume d'investissement record enregistré l'an dernier semble d'ores et déjà atteint : il sera battu au terme de l'année 2019.

Ce dynamisme est d'autant plus appréciable qu'il se fait dans un environnement international relativement morose. À l'échelle européenne, les volumes investis se rétractent : un peu moins de 190 milliards d'euros ont été placés au cours des trois

premiers trimestres, affichant une baisse de près de 6%. La France est le seul des trois grands marchés européens à progresser. Elle consolide donc sa troisième place sur le podium, réduisant l'écart avec ses deux devanciers : l'Allemagne, qui totalise 55 milliards d'euros investis (-1%) et le Royaume-Uni (39 milliards d'euros, en baisse de 28%).

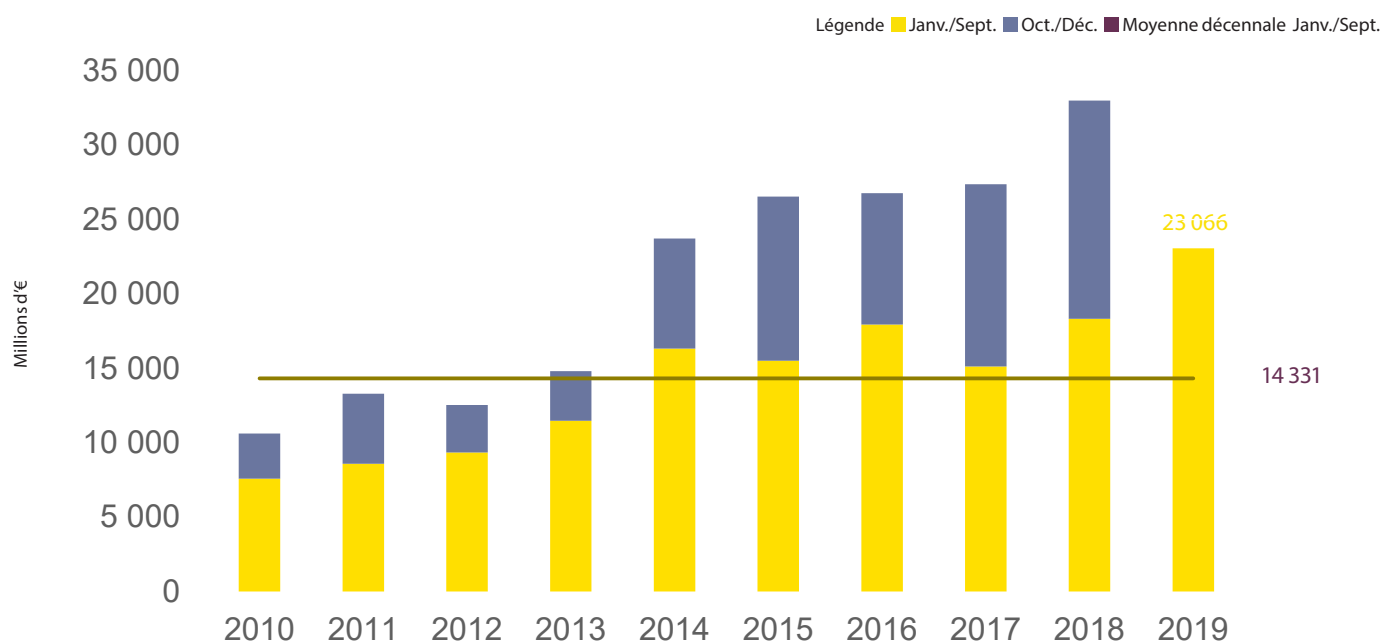
Mais l'événement le plus marquant et le plus symptomatique du succès rencontré actuellement par la France est sans nul doute la réussite de Paris : la capitale française s'impose comme la principale place européenne sur le marché de l'investissement. Avec 16,9 milliards d'euros (+27%) investis depuis le début 2019, elle confirme être en passe de clore l'exercice annuel loin devant Londres (14,2 milliards d'euros, en baisse de 36%). Ce serait inédit.

Munich s'impose au troisième rang mais, en dépit d'une hausse de 15%, reste loin derrière Paris et Londres (avec un volume de 4,6 milliards d'euros).

Origine des fonds investis : La France, marché refuge à l'international

Si le succès du marché français s'est consolidé avec l'été 2019, les clés de sa réussite ne sont pas nouvelles. La principale a un nom, clairement identifié depuis plusieurs mois : l'international. En dépit du ralentissement économique observé à l'échelle mondiale, les sommes que les grands investisseurs internationaux (notamment institutionnels) ont à investir sont considérables. Ce sont les placements, analysés au travers du compromis risque / rendement, qui leur font parfois défaut. L'instabilité politique et commerciale actuelle y est pour beaucoup, ainsi que l'environnement monétaire. Aux

France : Evolution des volumes investis



Source Savills Research

yeux de ces investisseurs, l'immobilier – et tout particulièrement l'immobilier français – apparaît potentiellement très attractif. D'abord parce que la France séduit par sa résilience économique, par la qualité et la solidité de son marché locatif et, enfin, par sa stabilité institutionnelle, qui apparaît désormais presque comme un privilège parce qu'elle autorise une visibilité de moyen terme. La France bénéficie en outre de la baisse de la monnaie européenne par rapport à la plupart des devises internationales, qui confère à son immobilier un avantage compétitif et laisse entrevoir une possibilité d'upside.

La part des investisseurs internationaux est ainsi passée en un an de 41% à près de 50% des volumes investis à l'échelle nationale. Un tel niveau n'avait jamais été observé depuis la crise de 2007/2008. Les neuf premiers mois de 2019 ont notamment amplifié la percée réalisée par les investisseurs en provenance de la zone Asie-Pacifique, tout particulièrement coréens, qui ont dans leur ensemble généré plus de 4 milliards d'euros d'investissement, soit 21% des montants à l'échelle nationale (29% pour l'Ile-de-France). Un an plus tôt, ces investisseurs ne comptaient que pour 2% du marché français. Cette poussée soudaine s'est construite sur deux à trois ans, avec des marques d'intérêt qui ont désormais pu se concrétiser au travers de deals majeurs. Si cette première vague, principalement animée par des institutionnels coréens, est appelée à se calmer, le relais pourrait être pris par de nouveaux fonds coréens ainsi que par d'autres investisseurs originaires d'Asie et du Moyen-Orient.

Le « moment » coréen a été tellement spectaculaire qu'il a eu tendance à occulter le regain d'intérêt pour le marché français des fonds allemands et des caisses de retraites européennes, représentées par des asset managers. Il est vrai que la préférence de ces acteurs s'est davantage portée sur des immeubles valorisés jusqu'à une centaine de millions d'euros et qui constituaient la chasse gardée traditionnelle des SCPI. S'il est relativement discret, ce regain d'intérêt apparaît comme un mouvement de fond, appelé à durer.

L'international s'est révélé essentiel. Il n'est toutefois pas tout. L'été 2019 a été porteur d'un autre événement, qui explique lui aussi les montants record enregistrés sur le marché français : le réveil des acheteurs domestiques. Alors que ceux-ci s'étaient fait damer le pion au premier semestre, leur part est remontée pendant l'été. Ils redeviennent ainsi légèrement

majoritaires depuis le début 2019 : ils ont généré 51% des volumes investis en France. C'est nettement moins que les 59% observés un an plus tôt mais davantage que les 47% auxquels ils étaient tombés à la mi-2019. Cette remontée doit à une stratégie plus offensive ainsi qu'à la concrétisation de deals importants sur des actifs alternatifs aux bureaux parisiens, à l'image de l'acquisition des 33 000 m² de L'Académie à Montrouge, des 66 000 m² de la tour To Lyon à Lyon ou encore d'une quote-part des centres commerciaux Italie 2 et Passage du Havre à Paris. Elle devrait se poursuivre, de nombreux investisseurs français étant en effet à la tête de capitaux très importants à investir. Au terme du troisième trimestre 2019, les SCPI ont par exemple réalisé une collecte inédite, en hausse de 75% par rapport à l'année précédente. Voilà de quoi continuer à alimenter le moteur de la demande...

Type et qualité des actifs achetés : Une préférence marquée pour la sécurité
La demande est indéniablement forte. Face à elle, comment se comporte l'offre ? C'est davantage là que se situent les limites du marché français – comme, d'ailleurs, de la plupart des marchés voisins.

L'internationalisation observée depuis le début de l'année 2019 a encouragé la remontée de la part des actifs Core, qui passe en un an de 72 à 82% des volumes investis. Les nouveaux entrants ont en effet logiquement tendance à privilégier les acquisitions sécurisées pour pénétrer un marché dont ils ne sont pas coutumiers.

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 500 millions d'euros représentent 24% des volumes investis depuis le début de l'année contre seulement 9% sur la même période de 2018. La moitié des volumes investis au cours des neuf premiers mois de 2019 se concentre sur 27 transactions seulement : pour atteindre la même proportion un an plus tôt (sur des volumes pourtant beaucoup plus faibles), il fallait prendre en considération les 38 principales ventes.

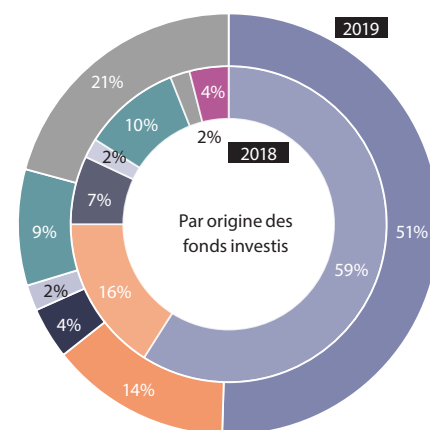
Cette forte concentration du marché sur quelques grandes opérations constitue d'ailleurs la principale hypothèque qui pèse sur le marché français : si les volumes investis sont en forte hausse, le nombre de transactions est quant à lui à la baisse (-20%), notamment sur le segment inférieur à 100 millions d'euros. La concentration du marché explique enfin

France : Répartition des volumes investis

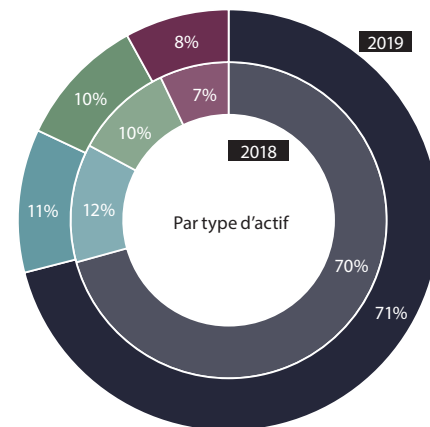
Période comparée: Janvier - Septembre

Légende :

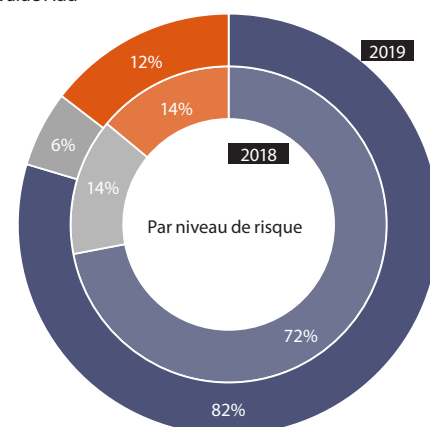
France Allemagne Royaume-Uni
Autres pays de l'UE USA Asie-Pacifique
Autres



Légende : Bureaux Commerce Industriel Services



Légende : Core Core+ / Opportuniste Value Add



Source Savills Research

un autre phénomène : le maintien de la nette domination des actifs de bureaux sur le marché français, avec une part qui reste supérieure à 70% des volumes investis. Pourtant, et c'est nouveau par rapport à la situation qui prévalait avant l'été 2019, toutes les autres classes d'actifs affichent désormais des montants à la hausse, des actifs de services (+42%) jusqu'aux commerces (+13%). Ce réveil des actifs alternatifs coïncide avec celui des investisseurs domestiques.

Taux de rendement : Les taux repartent à la baisse

Dans un marché aussi actif et dans lequel l'appétit pour les immeubles Core est intact, les taux de rendement prime reprennent leur marche à la baisse. C'est une rupture après trois ans de stabilisation (au moins pour la classe d'actifs des bureaux).

Dans le QCA parisien par exemple, les taux de rendement pour de beaux immeubles de bureaux ont enfoncé leur plancher historique de 3,0%, pour s'établir à 2,90%. De tels niveaux n'ont toutefois rien d'irrationnel : en plus des perspectives de réversion liées à la croissance des loyers, ils assurent en effet un avantage de rendement élevé au compartiment immobilier. Le spread avec le taux obligataire s'établissait ainsi à 226 points de

base à la fin septembre 2018. Un an plus tard, il est remonté à 316 points de base, nettement au-dessus de sa moyenne décennale (215 pdb).

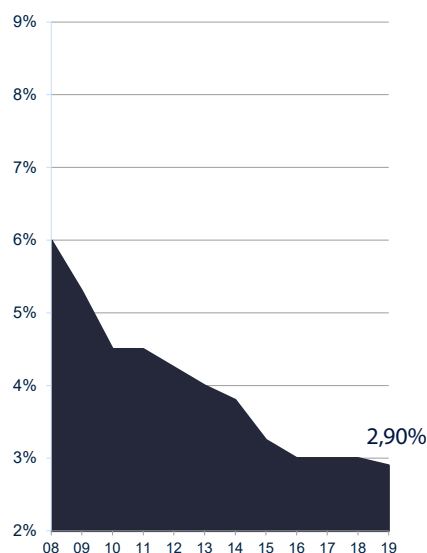
Au-delà du compartiment prime, c'est la notion même d'actif Core + ou Value Add qui est à nuancer. Le niveau de vacance est si faible dans Paris intra-muros et la carence d'offre de Grade A si marquée que le risque locatif apparaît désormais tout relatif et que les actifs à revaloriser, qu'il s'agisse d'immeubles sous-loués, à restructurer ou ne disposant que d'un engagement locatif court de leurs utilisateurs, peuvent apparaître comme de réelles opportunités de création de valeur et un placement sûr. Ils attirent désormais des investisseurs traditionnellement spécialisés dans le compartiment Core. Logiquement cela conduit à un tassement du spread de taux avec les actifs prime.

Au-delà de la qualité des actifs, ce resserrement se vérifie également entre les territoires. Les opportunités qui se présentent en périphérie proche des grands quartiers d'affaires traditionnels, dans les marchés émergents parisiens (avec la prise en compte des potentialités du Grand Paris) ou même dans les métropoles régionales font en effet l'objet d'une attention soutenue de la part d'un nombre croissant d'acheteurs potentiels. C'est notamment le cas

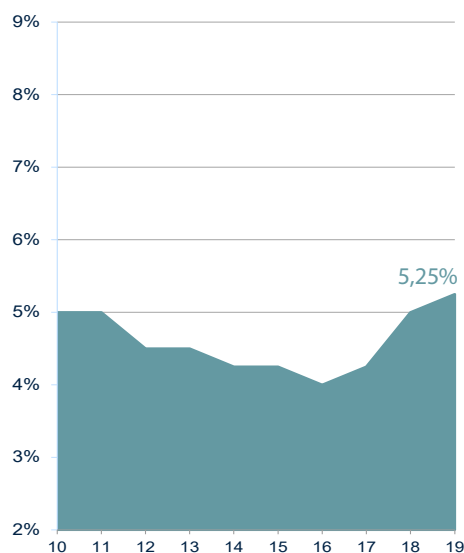
des investisseurs européens, qui se sont montrés très actifs dans les appels d'offre organisés dans le cadre des cessions d'immeubles valorisés jusqu'à une centaine de millions d'euros, et qui ont ainsi encouragé la baisse de certains taux de rendement.

France : Taux de rendement prime par typologie d'actifs

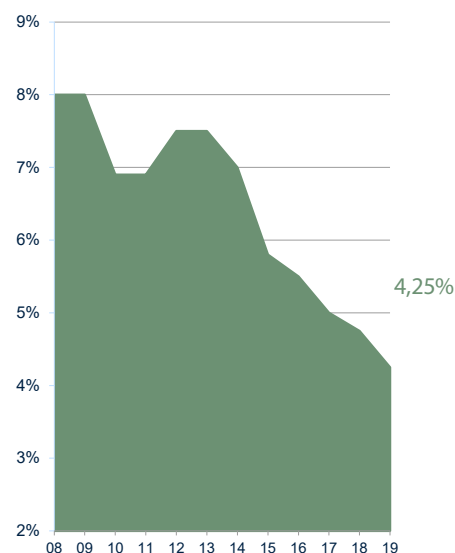
Bureaux
Paris QCA



Centres commerciaux
Ile-de-France



Industriel
Ile-de-France



Source Savills Research

Géographie des volumes investis

Paris au cœur

L'Ile-de-France constitue la porte d'entrée privilégiée sur le marché français pour les investisseurs internationaux.

Chaque marché a ses traditions. La France est un pays très centralisé autour de sa capitale et les performances actuelles de l'investissement ne remettent pas fondamentalement en cause ce modèle : la région parisienne a toujours eu et conserve une place prépondérante. Elle a en effet attiré près de 17 milliards d'€ au cours des neuf premiers mois de l'année 2019, représentant 73% des volumes investis en France. Les opportunités qui peuvent se présenter dans les différentes métropoles régionales ainsi que les cessions de portefeuilles nationaux n'y changent rien : les volumes investis en Ile-de-France progressent plus vite que dans le reste du territoire national (+27% contre +23%). Mieux, Paris est désormais devenue la principale place européenne, devant Londres.

L'Ile-de-France constitue la porte d'entrée privilégiée sur le marché français pour les investisseurs internationaux. Les flux de plus en plus importants générés par ces acteurs sont venus gonfler prioritairement le marché de la région parisienne. D'ailleurs, si les investisseurs domestiques demeurent majoritaires à l'échelle nationale, ce n'est plus le cas en Ile-de-France. Depuis le début de l'année, la part des fonds internationaux s'y élève à 55% des volumes investis.

Ceux-ci y trouvent en effet ce qu'ils recherchent : de grands actifs sécurisés ainsi qu'une importante profondeur de marché et une parfaite fluidité. C'est ce qui explique la structure du marché francilien. Celui-ci est dominé par les très grandes transactions, qui ont tiré l'activité depuis le début de l'année : les deals d'un montant unitaire supérieur à 500 millions d'€ concentrent 26% des volumes investis en région parisienne, contre seulement 12% en 2018. La classe d'actifs des bureaux, parfaitement fluide, est privilégiée (représentant 83% des volumes investis en Ile-de-France contre seulement 39% en régions). Enfin, les actifs Core sont encore plus dominants qu'ils ne l'étaient l'année précédente.

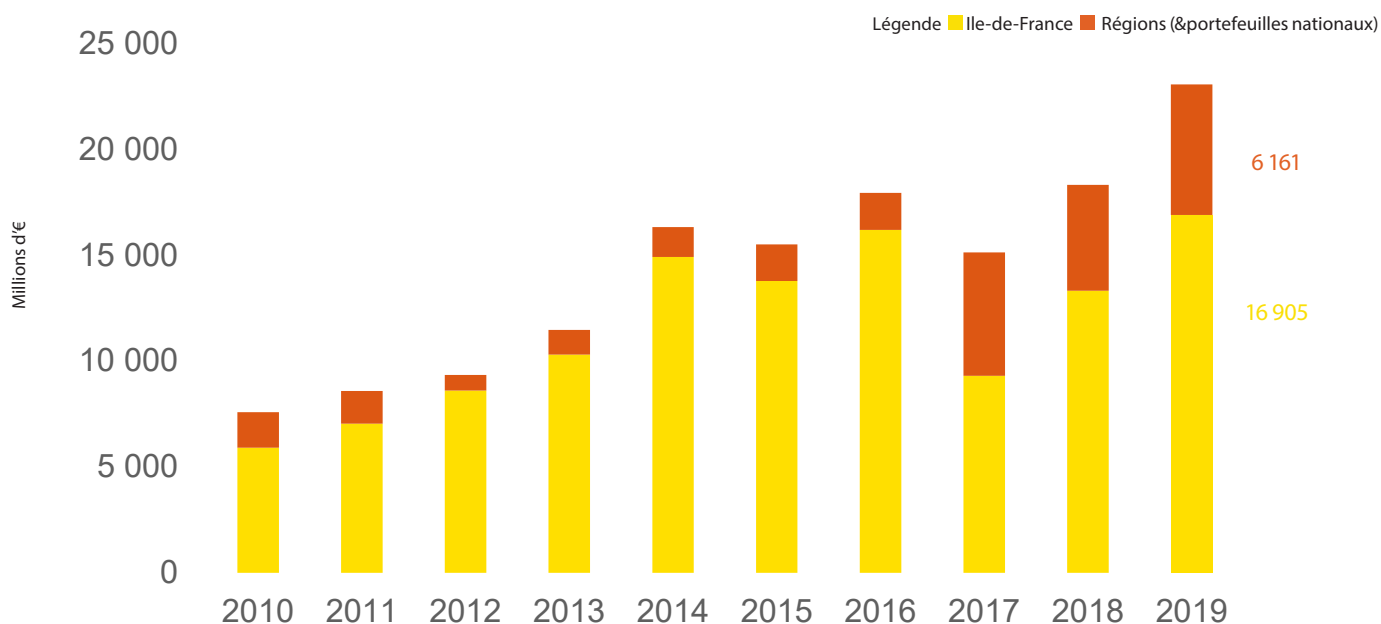
Une telle configuration a désavantagé le QCA. Si ce secteur est le quartier de « prédilection » du Core, il ne compte en effet que peu de très grands immeubles. La forte activité des dernières années a en outre eu tendance à tarir ce marché. Avec un peu plus de 1,5 milliard d'€ investis au cours des neuf premiers mois de l'année, le QCA est ainsi en recul de 47%. La baisse est impressionnante mais doit toutefois être relativisée : elle se fait sur la base d'excellents résultats 2018 et est en outre amplifiée par l'importance prise par les portefeuilles. L'exemple du portefeuille Terreis en

fournit un parfait exemple : le montant de cette cession gigantesque (1,8 milliard d'euros) reste difficilement géo-localisable, bien qu'il reflète pour une grande part la valorisation d'immeubles situés dans le QCA.

A l'inverse, le reste de Paris intra-muros (+23%, avec 3,3 milliards d'€), la Première Couronne (+49%, avec 2 milliards d'€) et, surtout, La Défense (+280%, avec 2,5 milliards d'€) ont tiré les marrons du feu.

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 depuis trois ans, pour s'établir à 27% des volumes investis dans l'hexagone (moyenne observée de 2017 à 2019). Cette quote-part n'était que de 10% pour la période 2010 / 2016. Une telle augmentation a été rendue possible par la cession de quelques très grands actifs, à l'image de la tour To Lyon à Lyon, mais aussi et surtout par la multiplication des opérations portant sur des portefeuilles nationaux (dont certains comportent d'ailleurs des actifs franciliens difficiles à isoler). Ces marchés reposent également bien davantage que la région parisienne sur les classes d'actifs alternatives aux bureaux. Ils ont donc tendance à bénéficier des périodes au cours desquelles les investisseurs sont en quête de diversification.

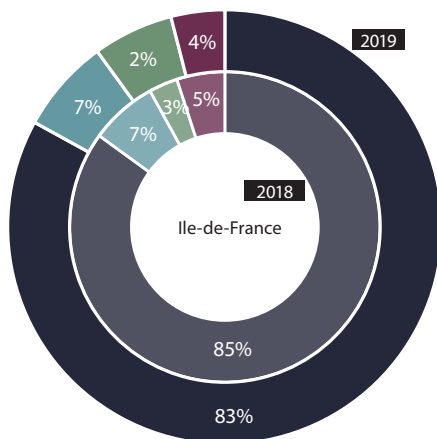
France : Répartition géographique des volumes investis (Janvier / Septembre)



Source Savills Research

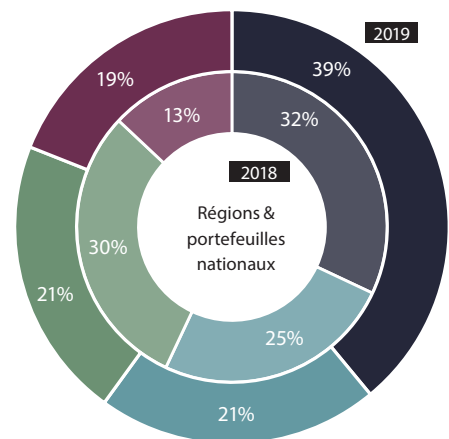
Les spécificités de l'IDF par rapport aux marchés régionaux français

Ile-de-France vs Régions : Volumes investis par type d'actifs
(Période comparée : Janvier - Septembre)

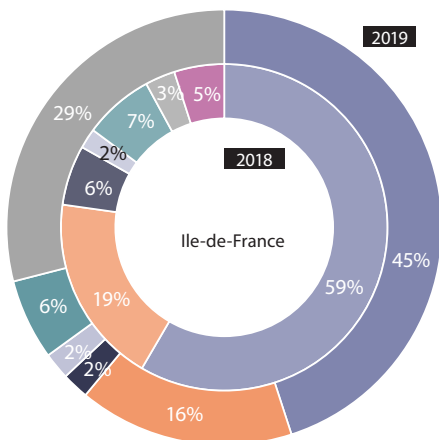


Légende :

- Bureaux
- Commerce
- Industriel
- Services

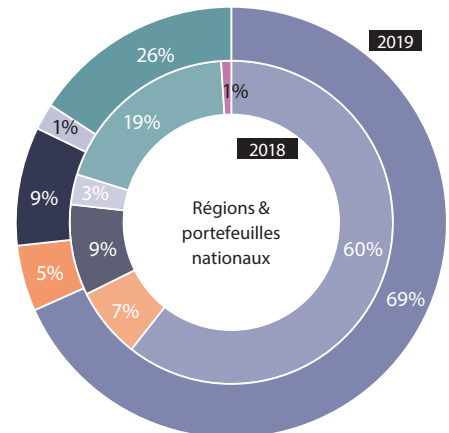


Ile-de-France vs Régions : Origine des fonds investis
(Période comparée : Janvier - Septembre)

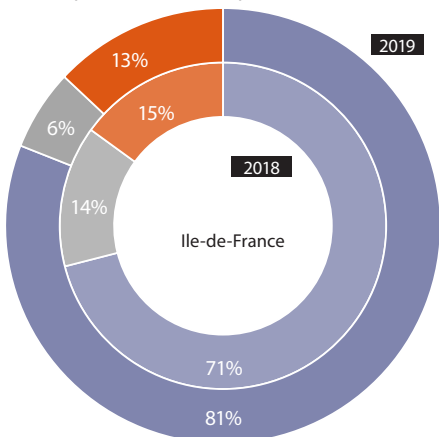


Légende :

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

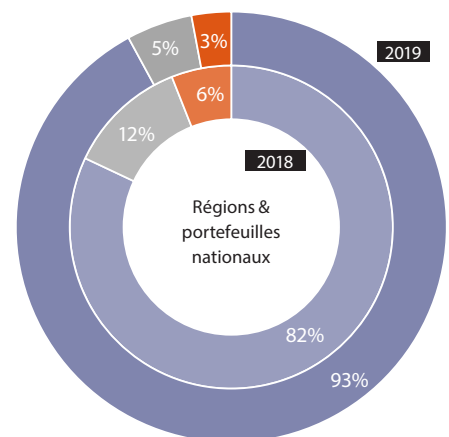


Ile-de-France vs Régions : Volumes investis par niveau de risque
(Période comparée : Janvier - Septembre)



Légende :

- Core
- Core+ / Opportuniste
- Value Add



Outlook

Au-delà des espérances

La performance du marché français sera éclatante au terme de 2019. Tout indique en effet que le record historique de 2018 sera battu, avec un volume supérieur aux 33 milliards d'euros que nous anticipions encore à mi-année. Le compteur s'arrêtera probablement à un niveau plus proche de 34 à 35 milliards d'euros.

L'environnement actuel, particulièrement porteur pour le marché de l'investissement français, peut-il se prolonger au-delà de 2019 ? Il semble bien que les astres resteront favorablement alignés pendant plusieurs mois encore. La poursuite par la Banque centrale européenne de sa politique de "bazooka" monétaire ainsi que de nouvelles opérations de refinancement bancaire, conçues pour encourager les banques à laisser ouvert le robinet du crédit, contribueront à maintenir un environnement de faibles taux d'intérêt et de financement facile.

Cet ajustement de la politique monétaire de la BCE est lié à l'affaiblissement des perspectives économiques et à l'instabilité internationale, qui pèse sur le commerce extérieur. Ces éléments inquiètent également les investisseurs qui, à la tête de liquidités importantes, doivent identifier les meilleurs placements. Ils devraient donc continuer à rechercher en priorité la sécurité, ce qui est traditionnellement favorable aux investissements obligataires et immobiliers.

Dans cet environnement, la France a retrouvé de son attrait, notamment en raison de sa stabilité économique et institutionnelle. Son marché immobilier devrait donc rester l'une des destinations privilégiées des investisseurs internationaux en Europe. C'est particulièrement le cas pour les Allemands : désormais sous-exposés en France, ils continueront à chercher à y accroître leur présence, comme cela a déjà été le cas depuis le début 2019. Les fonds Value Add et opportunistes, souvent d'origine anglo-saxonne, sont attirés par le manque d'offre, la résilience du marché locatif et le potentiel de réversion de l'immobilier

français : ils resteront donc à la recherche d'opportunités. Mais cet intérêt pour le marché hexagonal gagne également des acteurs plus inhabituels. La percée des fonds coréens l'a largement démontré. Tout conduit à penser que de nouveaux entrants, au-delà des institutionnels coréens désormais largement exposés, devraient continuer de chercher à se créer une place. Ces facteurs, combinés à la forte reprise de la levée de fonds des SCPI et des OPCI français, suggèrent que le marché devrait se maintenir à des niveaux historiquement élevés en 2020, supérieurs à 30 milliards d'euros.

Cet environnement ne sera pas sans conséquence sur les rendements, ni sur leur structure. L'écart entre les rendements immobiliers et obligataires étant extrêmement favorable au secteur immobilier, la reprise de la compression des taux prime observée au troisième trimestre 2019 pourrait se poursuivre pendant quelques mois. Elle est même susceptible de gagner des marchés autres que le QCA et les secteurs les plus établis pour favoriser un écrasement supplémentaire de l'architecture géographique des taux.

L'ampleur de cette compression dépendra toutefois largement de la tenue des taux obligataires ainsi que de l'environnement bancaire et monétaire. Pour l'heure, il paraît raisonnable de n'anticiper qu'une baisse modérée.

Savills team

Please contact us for further information

Boris Cappelletti
CEO
Savills France
+33 1 44 51 77 17
bcappelletti@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.

