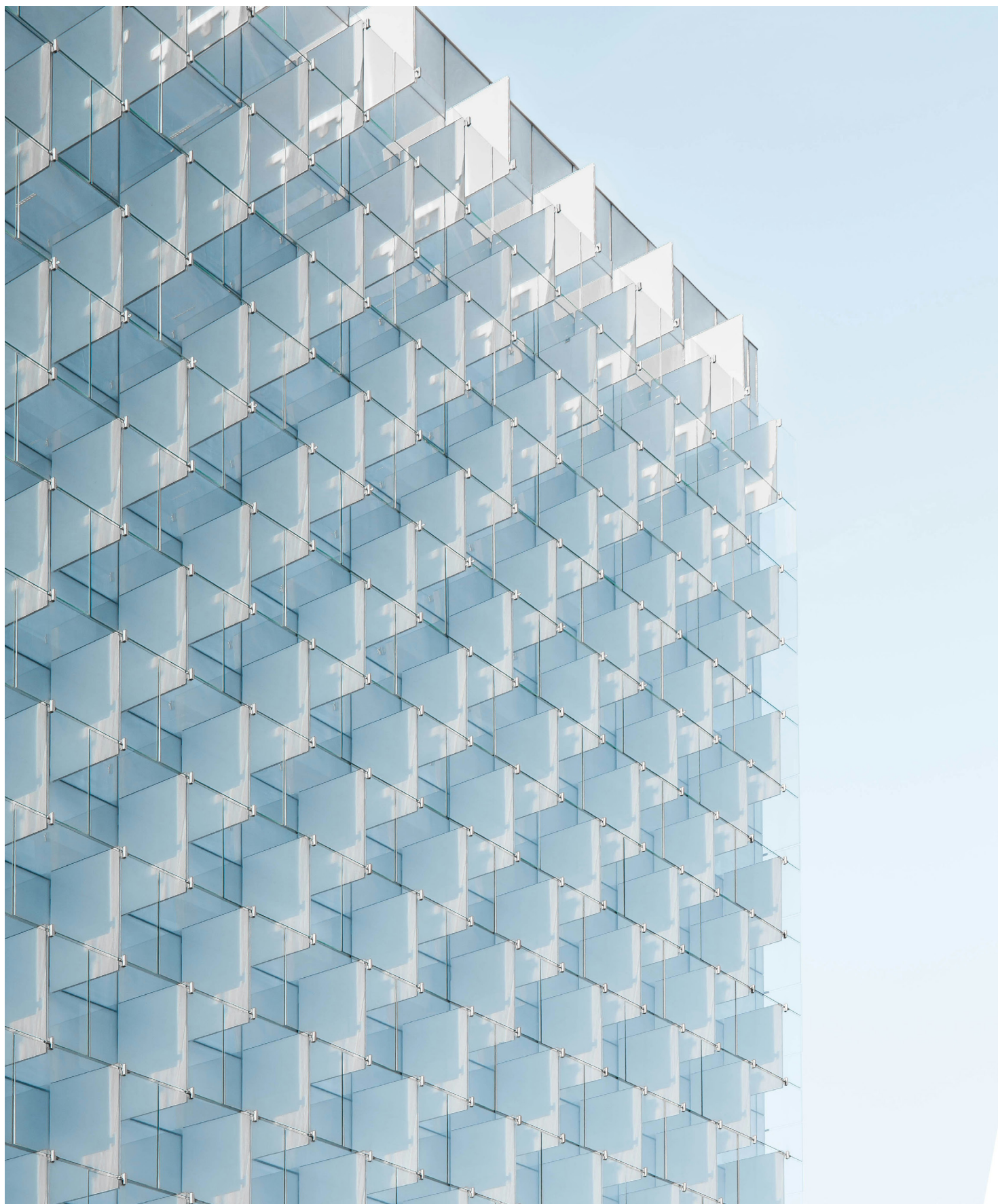


Spotlight T1 2024

Q
SPOTLIGHT
Savills Research

Investissement France



Les tendances et les perspectives du marché de l'investissement en immobilier d'entreprise en France

Highlights

1. Le desserrement de la politique monétaire de la Banque centrale européenne se confirme et devrait se répercuter sur les taux obligataires et le coût du crédit, offrant une bouffée d'oxygène au marché de l'investissement en immobilier d'entreprise.
2. Avec moins de 2,7 milliards d'euros pour toute la France au premier trimestre 2024, les volumes investis en actifs d'immobilier d'entreprise sont à leur plus bas depuis 10 ans.
3. Les actifs de bureaux et de commerce – deux des moteurs traditionnels du marché français – souffrent particulièrement. Leur part respective a chuté à 25% et 11% des volumes investis au premier trimestre 2024. L'activité a été principalement tirée par l'hôtellerie et le réveil du compartiment industriel et logistique.
4. La prégnance des cessions d'hôtels, notamment parisiens, a avantagé l'Ile-de-France, qui voit sa quote-part bondir à 66% des volumes investis en France au premier trimestre 2024 (contre 54% pour l'année 2023).
5. L'origine des fonds investis dans l'hexagone s'est ouverte à l'international au premier trimestre 2024. La part des acheteurs domestiques est en effet tombée à 48% (contre 64% un an plus tôt). Une telle ouverture est potentiellement annonciatrice d'un dégel de l'activité.
6. C'est une plus grande stabilité qui a prévalu au premier trimestre 2024 en matière de taux de rendement, au moins pour les actifs Prime (4,25% pour les bureaux dans le QCA, 5,75% pour les retail parks en Ile-de-France et 4,75% pour les entrepôts à proximité de Paris ou de Lyon). Cette stabilisation progressive signifie que le marché est en train de se construire un référentiel de valeurs dans lequel acheteurs et vendeurs se reconnaissent. Le mouvement est toutefois encore inachevé, notamment en dehors des actifs Prime et des localisations les plus reconnues.
7. Les conditions d'une reprise progressive de l'activité d'investissement se mettent en place, notamment pour les actifs de bureaux. Elle devrait commencer à se traduire dans les volumes investis à partir du second semestre 2024.

Contexte économique : Point d'inflexion en vue ?

Cassée nette. La vague inflationniste est en train de se briser sur les outils déployés par la Banque centrale européenne pour la combattre. Au terme du premier trimestre 2024, l'inflation se rapproche à grands pas de la barre des 2%. Cette victoire a eu un coût : la détérioration de l'activité économique. Elle laisse aussi espérer un assouplissement progressif des conditions de financement de l'économie et l'esquisse d'une amélioration de la croissance. Ce serait de bon augure pour le marché locatif de bureaux.

L'économie française a pris de plein fouet la vague inflationniste qui a suivi le déclenchement de la guerre en Ukraine et qui a eu pour corrolaire la raréfaction et le renchérissement du crédit. L'activité économique a ainsi piqué du nez, pour tomber à un niveau étique de +0,9% en 2023. En dépit d'une meilleure tenue que prévu au premier trimestre 2024 (avec une croissance de +0,2% au lieu de la stagnation anticipée), le ralentissement se poursuit et la croissance pour l'année en cours devrait rester très faible (+0,5% prévus). Le marché de l'emploi devrait continuer de se détériorer, même si c'est de façon modérée.

L'environnement économique dans lequel s'inscrit de marché locatif des bureaux est donc loin d'être rose. Ce constat ne doit toutefois pas masquer les éléments favorables qui se dessinent.

D'abord, la flambée des prix est derrière nous : le ralentissement du taux d'inflation est net, tombé à 2,3% en tendance annuelle en février 2024 (contre 4,9% en 2023). Il devrait terminer l'année en cours à 2,6%, non loin des objectifs de la banque centrale européenne. D'où des anticipations de tassement des taux directeurs, se répercutant sur le coût des crédits, et favorisant une reprise progressive de l'activité économique à partir du second semestre 2024.

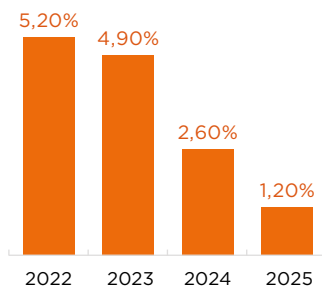
Cela devrait encourager l'amélioration, déjà initiée en ce début d'année, de la confiance des chefs d'entreprises quant à leurs perspectives. Dans l'indice PMI de S&P Global du mois de mars 2024, les perspectives d'activité des entreprises sont orientées à la hausse, retrouvant leur plus haut niveau depuis quatorze mois.

Il est donc possible que le point d'inflexion de la croissance soit en passe d'être atteint et que le second semestre 2024 permette d'afficher les premiers signes d'une reprise de l'économie française et, au-delà, européenne. Ce serait assurément bienvenu pour le marché locatif des bureaux.

Inflation

+2,3%

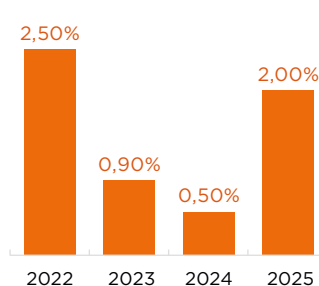
mars 2024



Croissance

+0,2%

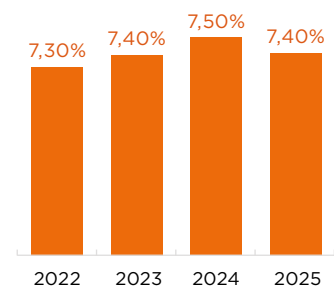
T1 2024



Chômage

7,6%

T1 2024



Sources : Insee, estimation, Oxford Economics

Volumes investis : Traversée du désert

Au plus bas. Le constat est simple et lapidaire : en ne regardant que les volumes d'investissement placés en actifs immobilier, le marché français a réalisé au premier trimestre 2024 sa pire performance de la décennie. Ça ressemble à une lente et longue descente aux enfers, engagée à la mi-2022 et qui se poursuit. On pourrait s'arrêter là. Pourtant, des signaux s'allument qui autorisent l'espoir et rappellent que dans la mythologie, les descentes aux enfers sont provisoires et précèdent des résurrections.

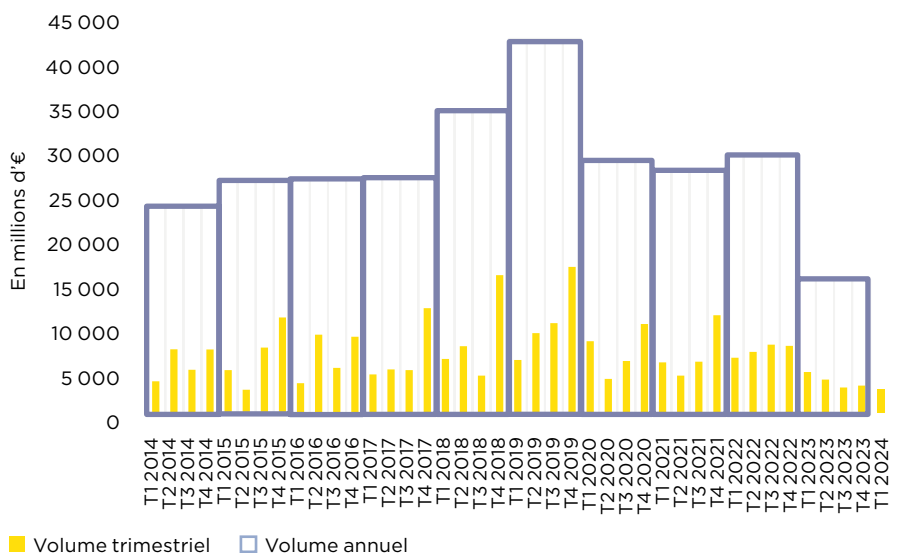
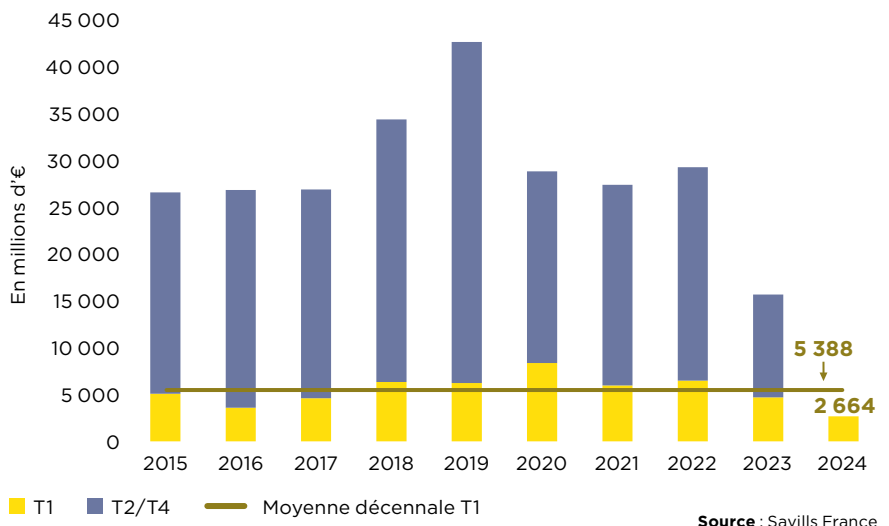
Avec un peu moins de 2,7 milliards d'euros investis en immobilier d'entreprise à l'échelle de la France, le premier trimestre 2024 réalise la pire performance en plus de 10 ans. C'est la deuxième fois seulement que le marché français reste en dessous de la barre des 3 milliards d'euros : il faut remonter au deuxième trimestre 2015 pour retrouver pareille contreperformance. Comme nous l'indiquions déjà lors de la précédente édition de notre Spotlight, trimestre après trimestre, le marché n'en finit pas de s'enliser.

Le marché français régresse de 43% par rapport à l'année 2023, qui était pourtant déjà loin d'être pétaradante. Pire, il s'installe 51% en dessous de sa moyenne décennale (5,4 milliards d'euros pour les premiers trimestres).

Cette baisse se vérifie un peu partout en Europe mais, ayant été beaucoup plus forte que dans l'hexagone en 2023, elle y est désormais moins nette. L'Allemagne et le Royaume-Uni, les deux principaux marchés concurrents qui s'étaient effondrés l'année dernière, paraissent en voie de stabilisation au premier trimestre 2024. Ils offrent ainsi une raison d'espérer, ouvrant vraisemblablement la voie à une évolution similaire pour le marché français.

Les moteurs des évolutions en cours concernant l'investissement immobilier ne sont en effet pas nationaux. Ils sont largement partagés. Partout, la principale raison au brusque effondrement des volumes investis est à chercher dans la perte d'attractivité du compartiment immobilier, tant en termes de liquidité, de risque que de rémunération. La dégradation du marché locatif s'est ajoutée à la hausse des coûts de travaux, à celle des obligations réglementaires liées à la transition écologique, au renchérissement des coûts du crédit et au durcissement de ses conditions d'octroi. Face à ce contexte, les investisseurs ont davantage mis l'accent sur les actions et obligations et ont réduit la voilure en immobilier. C'est notamment vrai pour les

Graphiques 1 & 2 : Évolution des volumes investis en France





©Sirisvisual / Unsplash

institutionnels qui ont allégé la pondération des actifs non cotés, dont certains apparaissent illiquides, dans leurs portefeuilles.

Les investisseurs potentiels sont donc moins nombreux. Ceux qui restent sont, de ce fait, encouragés à adopter une stratégie agressive en termes de valorisation : les décotes proposées sont importantes, notamment pour les grands actifs de périphérie. En face, les vendeurs qui le peuvent résistent, en restreignant le nombre des arbitrages aux actifs non stratégiques, afin d'éviter que des décotes trop importantes n'affectent l'ensemble de leur portefeuille.

Pour diverses raisons (réglementation, importance des fonds de pension servant des revenus garantis, etc.), cette capacité de rétention est sans doute plus importante en France que dans d'autres pays. Au Royaume-Uni par exemple, les ventes d'actifs à prix réduit par rapport aux valeurs de détention se sont multipliées rapidement en 2023. La baisse des valorisations y a donc été plus rapide et plus importante qu'ici. Cette capacité d'inertie du marché français a un revers : il aborde l'année 2024 avec un risque de péremption des valeurs qui apparaît supérieur à celui observé ailleurs.

C'est ce qui explique que l'évolution des volumes investis ait été plus défavorable au premier trimestre 2024 en France.

Dans un tel contexte, deux scénarios s'offrent au marché français : soit la baisse des valorisations est appelée à se poursuivre ; soit le desserrement attendu des conditions de crédit sera suffisant pour permettre à certains actifs de sortir de l'illiquidité – permettant ainsi de réenclencher la pompe du marché. En tout état de cause, cela prendra plusieurs mois.

Actifs achetés : Le marché des possibles

La volumétrie du marché français a tellement décrué que la répartition des montants investis a été complètement chamboulée. Elle est en outre devenue extrêmement volatile. A ce petit jeu, deux des actifs stars du marché français ont laissé de nombreuses plumes : les bureaux et les commerces se trouvent réduits à une portion congrue au premier trimestre 2024, dont ils ne sont pas coutumiers. Et qui n'est sans doute pas appelée à durer.

Bureaux : L'érosion de l'importance des actifs de bureaux dans le marché français était déjà notable en 2023. Eux qui ont, pendant des années, drainé plus de la moitié des montants investis en France étaient en effet tombés à une quote-part de 41%.

Cette érosion s'est accélérée au premier trimestre 2024. Les actifs de bureaux n'ont attiré que 650 millions d'euros dans l'hexagone. Le compteur s'était arrêté à 2,05 milliards d'euros un an plus tôt. Ces immeubles voient ainsi leur part chuter à 25% des volumes investis et – phénomène inédit – ils perdent leur suprématie puisqu'ils sont devancés par les actifs de services (résidentiel géré, hôtellerie, actifs de santé) et par les actifs industriels et logistiques.

Un tel déclin peut paraître surprenant : il survient en effet alors que « l'office bashing », qui s'était imposé après la pandémie de Covid, est en déclin. Même si elles en redéfinissent les

usages et les modalités, tout montre en effet que les entreprises ne sont pas en mesure de se passer de surfaces de bureaux. Il y a bel et bien un avenir pour ces actifs.

Alors pourquoi un tel ralentissement des volumes investis ? La clé est à chercher dans des facteurs exogènes, qui peuvent se résumer au triptyque financement / timing / concurrence. Le financement des opérations d'acquisition, surtout sur des actifs ne relevant pas du Core, reste coûteux et difficile. Le timing n'est toujours pas favorable, entre les anticipations par les acquéreurs d'une éventuelle décote supplémentaire ou d'aubaines distressed et les délais nécessaires à la conclusion d'un deal. La concurrence enfin, avec les opportunités offertes par les marchés européens voisins, où les corrections de valeurs ont été plus franches, et celles proposées, en France, par les actifs alternatifs.

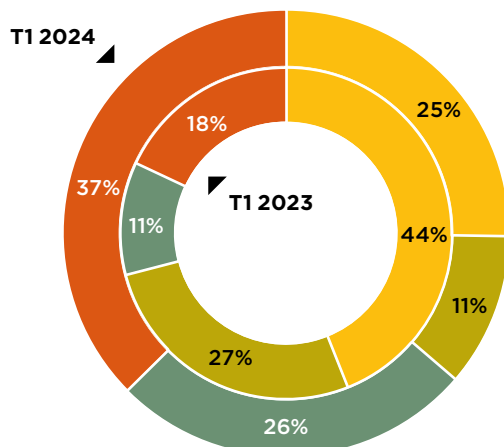
Tout cela a créé un contexte défavorable au bureau. Contexte qui n'est pas appelé à durer, dans un environnement financier qui devrait s'adoucir progressivement et avec un marché locatif qui retrouve du tonus mais reste très exigeant en termes de qualité des actifs. Parmi les détenteurs d'immeubles en voie d'obsolescence, nombre seront amenés à procéder à des arbitrages. Des fonds Value Add et Opportunistes sont d'ailleurs en cours de structuration afin de répondre à ces opportunités.

En parallèle, le segment Core devrait lui aussi retrouver des couleurs.

Commerce : L'investissement en actifs retail est tout aussi atone. Le marché français tourne à bas régime et n'a compté que 350 millions d'euros investis au premier trimestre 2024. Il affiche ainsi un retard de 60% par rapport à sa moyenne décennale (865 millions en

Graphique 3 :
Répartition des volumes investis par types d'actifs

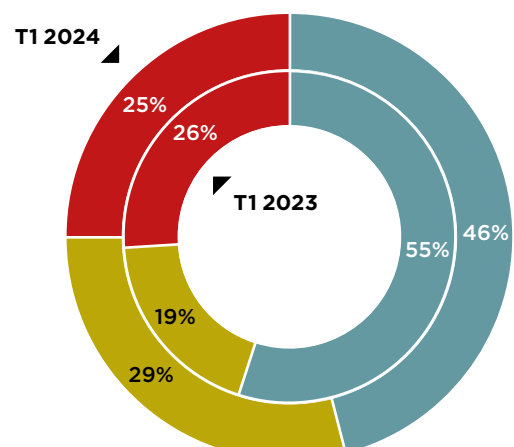
■ Bureaux ■ Commerce ■ Industriel / Logistique
■ Services



Source : Savills France

Graphique 4 :
Répartition des volumes investis en bureaux par profils de risque

■ Core ■ Core+ / Opportuniste ■ Value Add



Source : Savills France

moyenne au premier trimestre depuis 2015) et se contracte de 72% par rapport au résultat enregistré un an plus tôt.

Il faut toutefois souligner que, à la différence du compartiment bureaux, un tel étiage n'est pas inédit pour les surfaces de commerce : la France a connu en 2021 un démarrage similaire, avec un volume d'investissement de 360 millions d'euros en actifs commerciaux. Le marché était ensuite brusquement sorti de sa torpeur. Le momentum défavorable ne présage donc en rien de l'avenir.

Le rétrécissement du marché ne concerne pas seulement les volumes d'activité. Il touche également la taille unitaire des transactions. Le marché a continué de se miniaturiser en ce début 2024 : la taille moyenne des transactions est ainsi tombée à un peu moins de 27 millions. C'est parmi les transactions de taille moyenne et grande, d'un montant unitaire supérieur à 50 millions d'euros, qu'il faut chercher la raison du ralentissement. Dans les faits, une seule transaction de ce type a pu être conclue au premier trimestre 2024 : l'acquisition, pour près de 200 millions d'euros, du centre commercial O'Parinor en région parisienne par l'attelage Sofidy / Klépierre. Il y en avait eu quatre au début 2023.

Les acquéreurs potentiels restent à l'affût mais une majorité d'entre eux pense qu'il est préférable d'attendre. C'est typiquement la configuration d'un marché susceptible de se réveiller brusquement. Ce réveil passera par une réactivation des segments de transactions de taille moyenne et grande.

Industriel & logistique : Dans cet environnement particulièrement morose, le compartiment industriel et logistique fait presque figure de miraculé. Non seulement sa quote-part dans le volume global d'investissement en France progresse significativement, passant en un an de 11 à 26% avec une belle seconde place mais il se paie même le luxe d'afficher une progression de l'activité en valeur absolue.

En effet, près de 690 millions d'euros ont été investis en actifs industriels et logistiques au premier trimestre 2024, en progression de 31% sur un an.

Il n'y a aucune potion magique à l'origine de cette performance. Le secret réside d'abord dans un effet de base favorable : le compartiment industriel et logistique avait connu une chute plus vive que les autres en 2023. Cette correction avait ensuite généré un

ajustement des valeurs rapide qui a permis de restaurer l'attractivité de ces actifs à l'échelle du marché français.

On peut sans doute à ce titre considérer le compartiment industriel et logistique comme un éclaireur des évolutions à venir pour les actifs de bureaux et de commerce.

Services : Dans le marché français de l'investissement, c'était la vedette de l'année 2023. C'est la star incontestée au terme du premier trimestre 2024. S'il est une classe d'actifs qui tire son épingle du jeu avec brio, c'est bien celle des services (immobilier résidentiel géré, hôtellerie, actifs de santé, etc.). La progression des volumes investis y est certes moins impressionnante que celle observée pour les actifs industriels et logistiques (+12% contre +31% en un an) mais la classe des services ne bénéficie d'aucun effet de base favorable : la performance enregistrée en début d'année dernière était déjà très bonne. Elle s'est donc encore améliorée : au total, les actifs de services ont drainé un peu de 970 millions d'euros au premier trimestre 2024.

Cette réussite remarquable permet aux actifs de service de voir leur part dans les volumes investis en France grimper à 37%, nettement



©Adrien Olichon / Unsplash

au-dessus des 18% observés un an auparavant. C'est la principale classe d'actifs en ce début d'année 2024.

Quel est le secret d'une telle performance ? Il tient en un mot : hôtellerie. C'est en effet l'hôtellerie qui fait ce succès puisqu'elle génère à elle seule 870 millions d'euros d'investissement au premier trimestre 2024, soit 90% des volumes recensés. En très grande majorité, les cessions ont porté sur des hôtels parisiens (plus de 800 millions d'euros).

Après avoir été lourdement impactée par la crise sanitaire et les confinements, l'hôtellerie profite des perspectives de RevPar (revenue per available room) boostés par le retour de la fréquentation touristique (domestique et internationale) à des niveaux très élevés et qui devrait être encore dynamisée par les Jeux olympiques et paralympiques de 2024. Les acquéreurs ont également été séduits par les retours sur investissement rendus possibles par l'augmentation du prix des nuitées et par la montée en gamme de l'offre.

En dehors de l'hôtellerie, les cessions d'actifs de services se sont réalisées sur des cliniques, qui ont attiré un peu plus de 80 millions d'euros au total.

Le succès de l'hôtellerie ne doit pas masquer un contexte beaucoup plus tendu ailleurs, notamment pour le résidentiel géré plus classique. Les nouvelles équations économiques rendent plus délicates les transactions sur ces actifs et entraînent des ajustements de taux.

Géographie : Il n'y a pas qu'en termes de volumes d'activité ou de typologie d'actifs que le premier trimestre 2024 se distingue dans l'histoire récente du marché de l'investissement français : il détonne également pour ce qui concerne la répartition géographique des montants placés. Un brusque coup d'arrêt semble en effet donné à la progression constante des régions (et des portefeuilles nationaux) observée depuis plusieurs années. La quote-part des régions tombe ainsi à 34% des volumes investis en France au terme

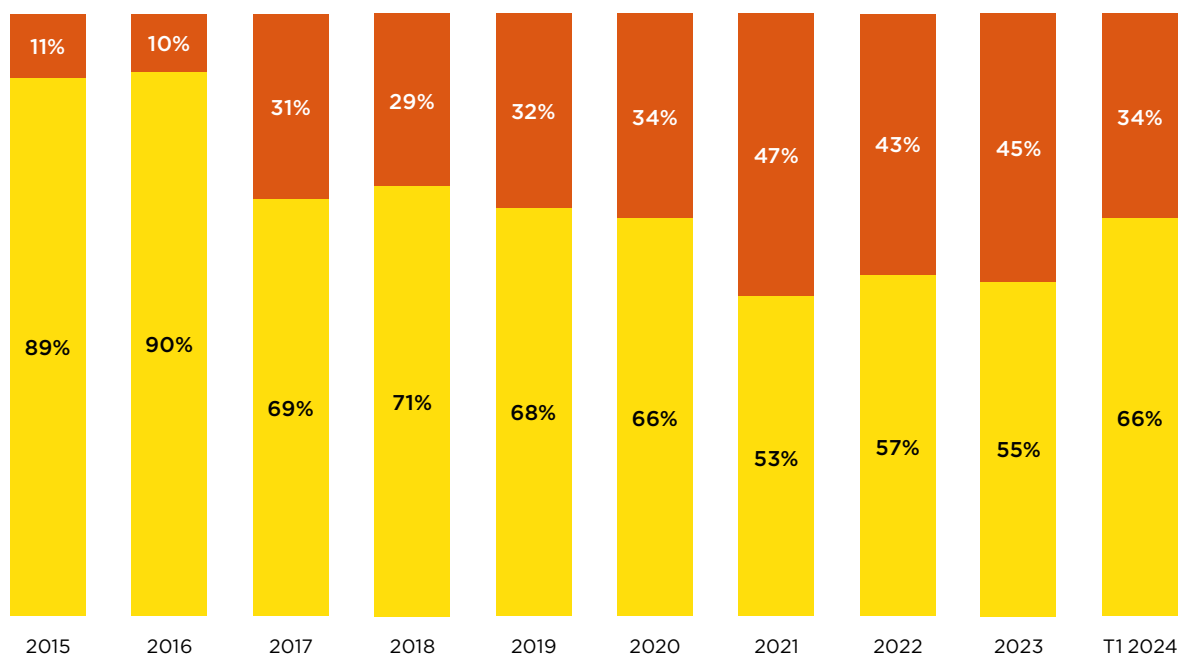
du premier trimestre 2024 alors qu'elle s'établissait à 46% pour l'ensemble de l'année 2023.

Il ne faut toutefois pas voir dans ce phénomène la manifestation d'un quelconque désintérêt ou d'une méfiance pour les opportunités présentes en régions. C'est simplement la prégnance de la classe des actifs de services – et du poids prédominant de l'hôtellerie parisienne – qui est à l'origine de cette recentralisation du marché de l'investissement. Autant dire que cette recentralisation n'est vraisemblablement pas appelée à durer.

Logiquement, la répartition des volumes investis entre classes d'actifs diffère profondément entre l'Ile-de-France et les régions. Quand ce sont les services qui ont tiré l'activité en région parisienne au premier trimestre 2024, ce sont les actifs industriels et logistiques qui ont joué ce rôle dans le reste de l'hexagone. Ces moteurs se sont substitués aux bureaux qui chutent partout aux alentours du quart des volumes investis.

Graphique 5 : Répartition géographique des volumes investis en France

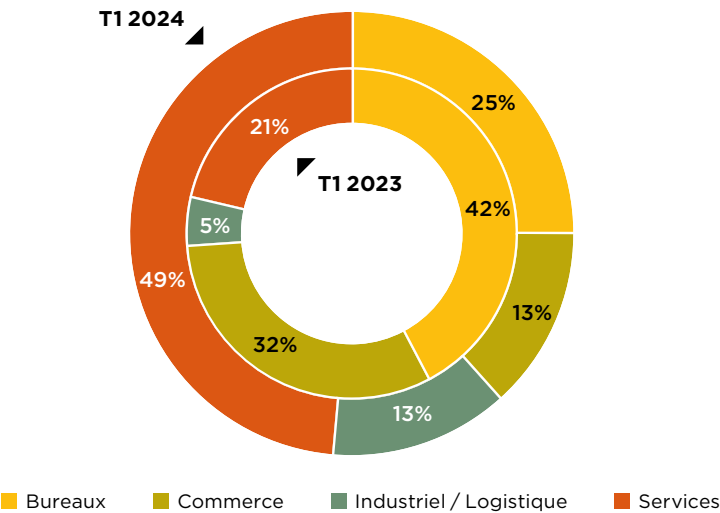
■ Ile-de-France ■ Regions (& portefeuilles nationaux)



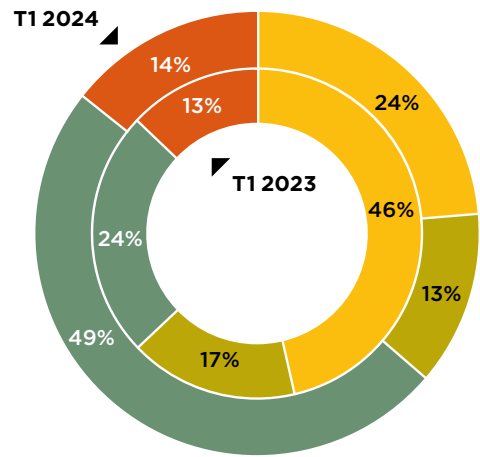
Source : Savills France

Graphiques 6 & 7 :
Répartition des volumes investis par types d'actifs

Ile-de-France



Régions



Source : Savills France



© Dimitri Iakymuk / Unsplash

Origine des fonds investis : Prémices de réouverture ?

Le marché est atone et donc potentiellement volatile. Les tendances qui se dessinent sont donc à prendre avec circonspection, une seule grande transaction pouvant tout changer. Il n'en demeure pas moins qu'un évènement notable s'esquisse au terme du premier trimestre 2024 : un début de réinternationalisation du marché français, les acheteurs domestiques perdant la prédominance acquise en 2023.

Une tendance à confirmer mais qui est, elle aussi, potentiellement annonciatrice d'un début de dégel de l'activité...

La prégnance des acheteurs domestiques est une des caractéristiques traditionnelles des périodes de crise. Un marché chahuté donne l'avantage aux acteurs bénéficiant, par leur présence et leurs équipes, d'une bonne connaissance des spécificités locales et d'une capacité à se saisir des opportunités. Une telle tendance n'est d'ailleurs pas un particularisme hexagonal.

Voir la domination des investisseurs s'estomper est au contraire le signe d'une ouverture et d'une multiplication des acteurs susceptibles d'animer le marché. C'est donc généralement un élément favorable à l'évolution de l'activité. C'est précisément ce qui est en train de se produire. Au terme du premier trimestre 2024, la part des acheteurs français dans les volumes investis est retombée en dessous de la moitié (48%) alors qu'elle était, un an plus tôt, de 64%. Le repli domestique du marché français avait déjà connu une correction au second semestre 2023, la tendance se confirme en ce début d'année. Ce phénomène devra bien sûr être confirmé au cours des prochains mois sur la base de volumes d'activité plus conséquents.

Le marché français demeure donc dans le radar des investisseurs internationaux. Ceux-ci se montrent toutefois prudents et exigeants et font leur choix après examen des opportunités offertes par l'ensemble des marchés européens. La France est une possibilité parmi d'autres.

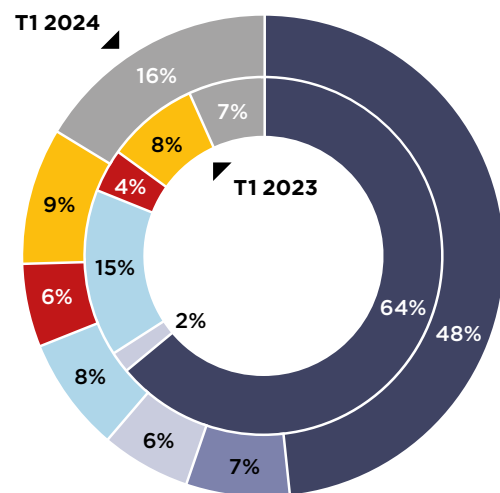
Au premier trimestre 2024, les investisseurs internationaux se sont montrés particulièrement actifs sur les hôtels. Ils ont réalisé, seuls ou avec un partenaire français dans le cas de Morgan Stanley, les trois principales acquisitions du trimestre, d'un montant unitaire supérieur à 200 millions d'euros.

Ce sont ensuite les actifs industriels et logistiques qui ont suscité l'appétit des investisseurs internationaux, avec quatre transactions de plus de 50 millions d'euros dont une, réalisée par l'Allemand DEKA, excède les 150 millions d'euros.

C'est le dernier point saillant qui ressort de l'analyse des volumes investis au premier trimestre 2024 : le retour des acheteurs d'outre-Rhin. Après avoir occupé une place majeure pendant plusieurs années sur le marché français, ceux-ci s'étaient retirés – au point de complètement disparaître en début d'année dernière. Ils font un come back notable au premier trimestre 2024, générant 7% des volumes investis en France.

Les flux issus des acteurs Nord-américains et de ceux de la zone Asie-Pacifique progressent également en termes de quote-part, même si le mouvement est moins spectaculaire que pour ce qui concerne les Allemands.

**Graphique 8 :
Origine des fonds investis en France**



Source : Savills France

Taux de rendement : Ciel de traîne

Sta-bi-li-sa-tion ! C'est la raréfaction des mouvements qui a prévalu en termes de taux de rendement des actifs immobiliers au premier trimestre 2024. Au moins pour ce qui concerne le Prime. Une raréfaction qui, si elle se confirmait au fil des prochains mois, constituerait une sorte de ciel de traîne – embellie après la tempête. Le contraste est en effet saisissant au vu des ajustements violents par lesquels le marché français est passé au cours des deux dernières années.

La tendance est à confirmer et reste fragile. Elle devra s'étendre au-delà des seuls actifs Prime. Mais tout montre que le nouvel étalonnage de valeurs, sur la base duquel le marché sera susceptible de repartir de l'avant, est en passe de s'imposer.

Véritable baromètre du marché français de l'investissement, le taux Prime bureaux dans le QCA parisien n'a pas bougé et se situe autour de 4,25%, voire 4,50% pour les gros volumes. Voici donc la borne milliaire susceptible de faire consensus et d'indiquer la route aux investisseurs.

La stabilisation est bien évidemment à confirmer mais, succédant au ralentissement progressif des mouvements observés tout au long du second semestre 2023, elle susceptible de combler le fossé qui n'avait cessé de se creuser au cours des quelques mois

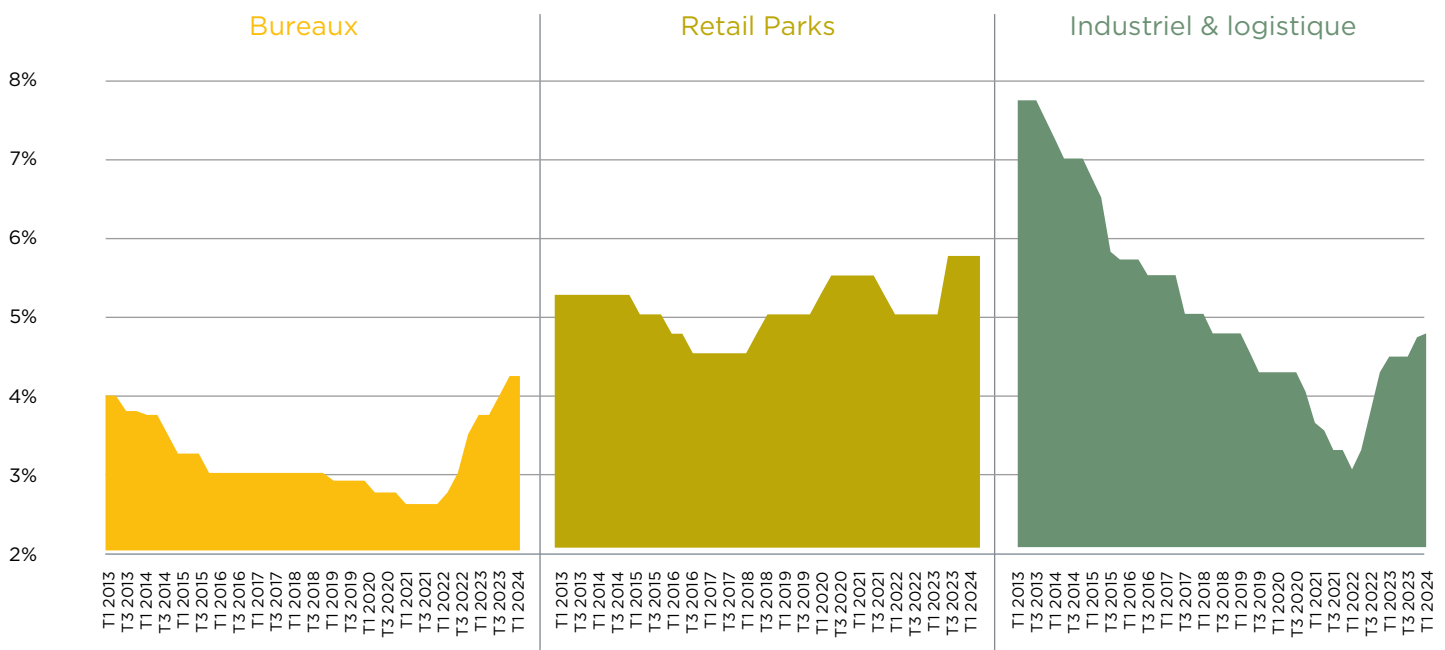
nécessaires à la conclusion d'un deal – laps de temps pendant lequel les valeurs ayant servies de base à une transaction pouvaient diverger du sentiment de marché prévalant au moment de la signature. Ce fossé s'est avéré particulièrement délétère pour le marché. Sa disparition serait incontestablement de bon augure.

Ce qui est vrai pour le QCA ne se vérifie toutefois pas partout ailleurs. Si les secteurs géographiques les plus proches (Paris Centre Ouest et Paris 5/6/7) se stabilisent eux aussi au premier trimestre 2024, le reste de la ville

centre affiche encore une décompression – même si celle-ci est modérée (25 points de base). Seule exception, Paris 18/19/20, où elle atteint 50 points de base, confirmant ainsi que ce secteur s'apparente davantage à un marché de périphérie que de Paris.

En dehors de Paris intra-muros, la décompression est donc plus vive. Elle atteint généralement 50 points de base au premier trimestre 2024, à l'exception de Neuilly/Levallois (+25 points de base) et La Défense (stabilité), qui se distinguent.

Graphique 9 : Évolution des taux de rendement Prime en France par types d'actifs



Source : Savills France

Seul le cœur géographique du marché de la région parisienne apparaît donc stabilisé à ce stade. Les autres implantations se cherchent encore. Le différentiel de valeur géographique continue en conséquence de se reconstituer : en un an, l'écart entre le taux Prime du QCA et celui de La Défense s'est accru de 100 points de base. Il progresse dans le même temps de 132 points de base avec Croissant Ouest et de 142 points de base avec la Première Couronne (moyenne des taux Prime enregistrés sur ces deux localisations).

Les régions sont dans la même situation. D'abord épargnées par le phénomène de remontée des taux, les régions ont connu un rattrapage à partir du second semestre 2023. La décompression s'est poursuivie au premier trimestre 2024 puisque le taux Prime bureaux s'établit par exemple à 5,75% à Lyon (+25 points de base en un trimestre et +150 en un an). Il faut rajouter 25 points de base à Lille (6,00%) et 50 points de base à Bordeaux (6,25%), sachant que ces valeurs sont largement théoriques au vu du faible nombre de références.

Il demeure un point commun à tous ces marchés : un immeuble Prime se définit de façon beaucoup plus sélective que par le passé, entraînant rapidement chez les acquéreurs des décotes quand tous les critères ne sont pas remplis. Pour les actifs de bureaux Core+ ou Value Add, comme nous l'indiquions déjà dans nos précédentes analyses, l'appréciation et la rémunération du risque se fait au cas par cas - avec une porosité grandissante entre ces deux catégories.

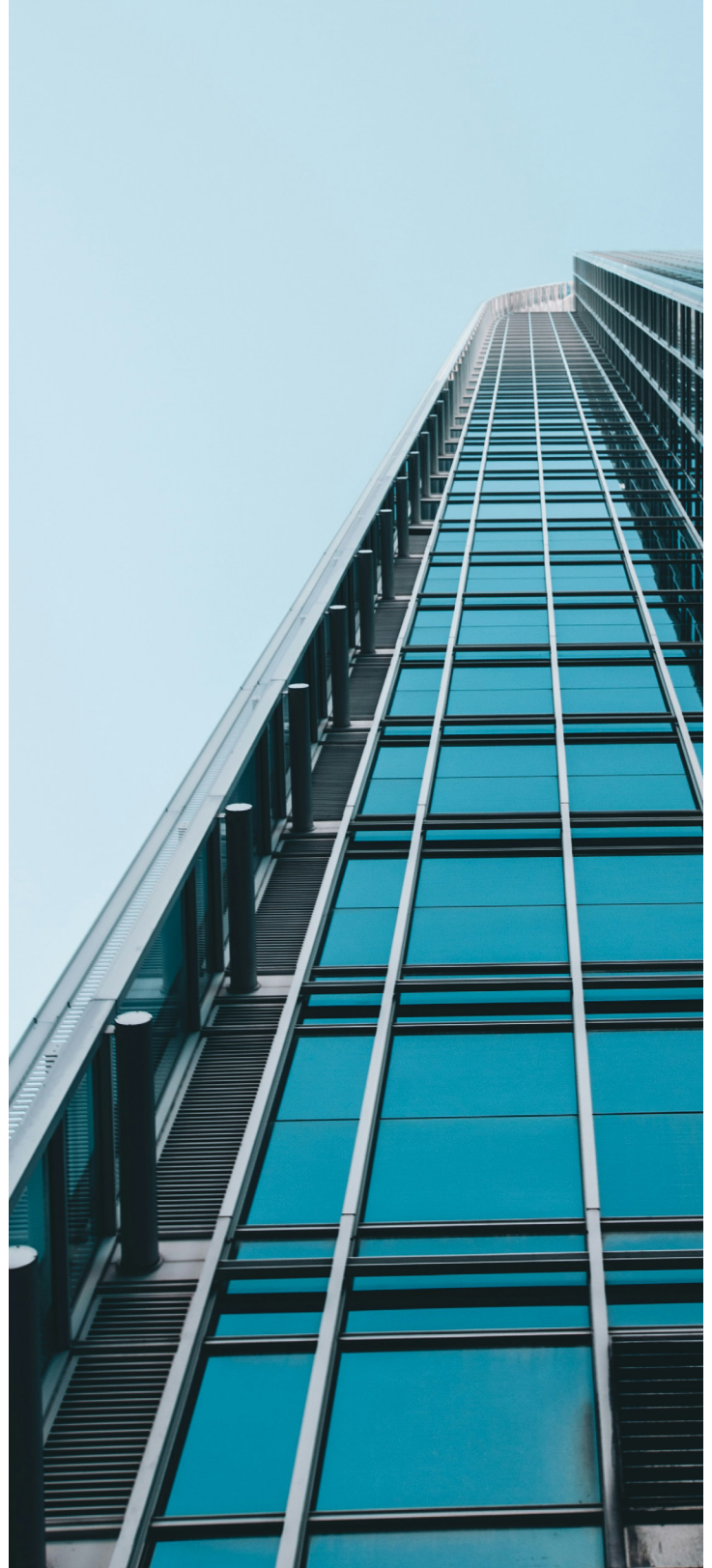
Alors que les interrogations s'accroissent quant à la pérennité des loyers, la valeur métrique des immeubles redevient un critère important, notamment pour les actifs loués à des prix élevés. Il en résulte une hétérogénéité grandissante des valorisations et des rendements. Arrêter une valeur pour un actif de seconde catégorie devient donc presque mission impossible.

En dehors du compartiment bureaux, la tendance est également à une stabilisation progressive pour les actifs Prime.

Pour les immeubles industriels et logistiques, le taux Prime s'établit à la mars 2024 à 4,75% pour les entrepôts de classe A en Ile-de-France, en hausse de 30 points de base sur un an. Des valeurs similaires sont observées en Auvergne-Rhône-Alpes, autour de Lyon. En dehors de ces deux marchés phares pour la logistique hexagonale, les taux Prime fluctuent de 4,95% dans les Hauts-de-France (Lille) à 5,25% sur les bords de la Méditerranée, à proximité de Marseille.

Pour les actifs de commerce, le taux de référence pour les meilleurs centres commerciaux est resté inchangé depuis le début de l'année 2023, à 5,50%. Il avait légèrement progressé au quatrième trimestre 2023 pour les commerces en pied d'immeuble parisiens mais n'a pas bougé depuis : il reste établi à 4,00%, sachant que ce taux Prime ne concerne qu'un nombre restreint d'actifs. Sur les boutiques plus banalisées, le taux s'établit plutôt aux alentours de 6,25%.

Le taux Prime observé pour les retail parks est lui aussi inchangé, à 5,75% (la progression annuelle de +75 points de base avait été actée dès le premier semestre 2023).



© Matthew Hamilton / Unsplash

Perspectives : Dégel en vue

En dépit des résultats très décevants enregistrés sur le marché de l'investissement au terme du premier trimestre 2024, il semble bien que se mettent en place des conditions plus favorables. Sans doute pas de quoi envisager les prochains mois avec un optimisme béat mais au moins il redevient possible d'imaginer un dégel. Il devrait être lent et chaotique mais il a l'immense mérite de permettre d'aller de l'avant.

Demande : La Banque centrale européenne (BCE) a confirmé début juin 2024 la baisse de 25 points de base de ses taux directeurs. Le taux de dépôt repasse ainsi à 3,75%, tandis que le taux de refinancement et le taux de facilité de prêt marginal s'établissent désormais à 4,25% et 4,50%. La baisse est modeste mais elle constitue un événement : c'est en effet une première en deux ans. Elle était attendue – et espérée par beaucoup – et devrait se répercuter sur les taux obligataires et le coût des crédits, même si elle a déjà été largement intégrée.

Cette baisse est-elle appelée à se poursuivre et à quel rythme ? Sauf nouvelles tensions inflationnistes liées au coût des transports maritimes, le scénario central est celui d'une poursuite de la détente des taux de la BCE. Les futurs ajustements devraient toutefois rester limités et espacés en raison de la persistance des pressions sur les salaires en Allemagne et du risque de décrochage avec le dollar – la Fed maintenant ses taux stables face à une inflation qui reste élevée aux Etats-Unis. Les analystes n'anticipent généralement plus qu'une à deux baisses supplémentaires d'ici la fin de l'année, en septembre et décembre.

Le coût de l'argent devrait donc baisser mais il restera à un niveau élevé en comparaison de ce que nous avons connu jusqu'en 2022. Les vannes du crédit sont en conséquence susceptibles de s'ouvrir un peu. Même sage et modéré, ce phénomène sera positif pour le marché de l'investissement. Il devrait lui donner une bouffée d'oxygène en aidant à l'expression de la demande. Conséquence logique, un volume d'investissement un peu plus élevé peut être espéré à partir du second semestre 2024.

Vers quels actifs les investisseurs devraient-ils s'orienter ? Prudence et sélectivité resteront les maîtres mots, ce qui n'empêchera pas la demande de continuer d'évoluer.

Le Value add devrait tirer profit de la raréfaction prévisible de l'offre de bureaux de Grade A à horizon 2025 ainsi que des opportunités offertes par le changement d'usage, là où ce dernier est possible.

Ces opportunités, qui ne sont plus seulement

l'apanage des fonds dédiés à la transformation, offrent le mérite de mettre l'accent sur la diversification, qui est une des tendances fortes du marché. L'intérêt pour les immeubles alternatifs aux bureaux devrait ainsi rester grand. Les actifs hôteliers et, plus généralement de services, devraient continuer d'attirer l'attention, même si les opportunités sont en nombre limité. Ce sera aussi le cas pour les programmes industriels ou d'activités, qui retrouvent de l'allant grâce au courant de réindustrialisation, et pour les entrepôts.

Toutes ces formes de diversification ne priveront pas le bureau Core de sa légitimité. Il est toutefois probable que la redéfinition du segment Core va se poursuivre, au détriment des immeubles dont la valeur locative ne paraît plus viable en cas de recommercialisation locative.

Le compartiment retail, qui offre toujours un avantage comparatif dans le couple rendement / risque, continuera de séduire mais restera limité en volume, en raison du faible nombre d'actifs cessibles.

Offre : Les hypothèses de tassement des taux directeurs et de facilitation du crédit, avec leurs répercussions probables sur

les rendements, peuvent avoir pour effet paradoxal de limiter dans un premier temps les programmes de cession. Histoire, pour les propriétaires, de vendre dans les meilleures conditions.

Ce phénomène devrait toutefois rester provisoire : tous les propriétaires ne sont en effet pas en mesure d'attendre, pendant encore plusieurs mois, pour reprendre les cessions.

D'abord parce qu'en défendant les valorisations, le marché a accru la part relative de l'immobilier dans le patrimoine global des investisseurs : certains sont donc en situation de surexposition. Pour y remédier, il leur faudra soit accroître leur bilan en actifs alternatifs, soit procéder à des cessions d'immeubles.

Ensuite parce que des investisseurs sont confrontés à l'arrivée à maturité de leur dette, contractée lorsque le swap 5 ans ne dépassait pas 0,5%. Alors que celui-ci se situe aujourd'hui entre 2,8 et 2,9%, certains arbitrages seront nécessaires. Ces ventes porteront sur des actifs Core si les besoins de refinancement sont importants et nécessitent une rentrée d'argent rapide.

Enfin parce que l'intégration des normes environnementales et des démarches ESG



© Louis Paulin / Unsplash

est en train de produire ses effets sur le marché immobilier. Les propriétaires, à commencer par les fonds labellisés ISR, vont devoir procéder à des revues de patrimoine conduisant à adopter une stratégie pour chacun des actifs qu'ils détiennent – et notamment ceux ne répondant pas aux critères ESG : mise aux normes et valorisation (au travers d'une restructuration ou d'un changement d'usage), vente ou retrait temporaire du marché. La montée en puissance des critères ESG entrainera donc inmanquablement une augmentation des cessions d'actifs à revaloriser.

L'offre devrait donc progressivement s'élargir dans le courant du second semestre 2024.

Prix et rendements : La hausse des taux de rendement a marqué le pas au premier trimestre 2024, au moins pour les actifs Prime. A quoi faut-il s'attendre pour les prochains mois ?

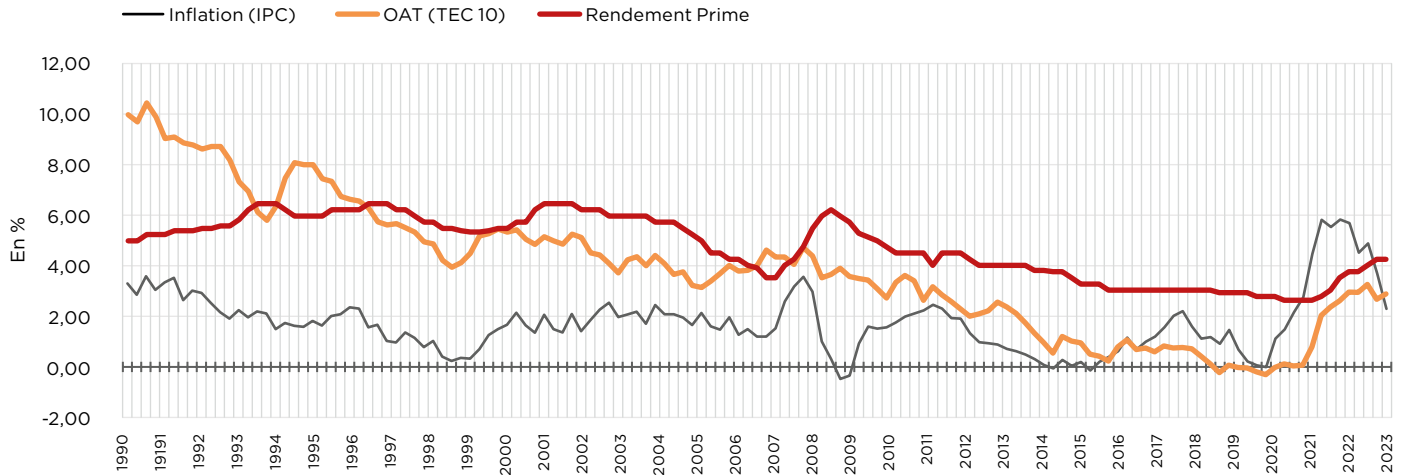
L'évolution des taux obligataires et du spread de rendement offert par le compartiment immobilier s'avéreront déterminants. Après être significativement remonté en fin d'année 2023 (pour atteindre 159 points), ce spread est un peu retombé : au terme du premier trimestre 2024, il s'établissait en effet à 138 points. L'attractivité des placements immobiliers s'est certes améliorée en évolution annuelle mais elle reste nettement inférieure à sa moyenne décennale, qui lui

accorde un avantage de 226 points sur l'OAT. Ce spread devra donc se reconstituer pour attirer des investisseurs sur le marché immobilier. La baisse des taux obligataires y contribuera. Cette dernière, nous l'avons vu, restera toutefois limitée en 2024. La reconstitution du spread par ce biais le sera tout autant. Autant dire qu'il n'existe pas de marge pour une décompression des taux de rendement en 2024.

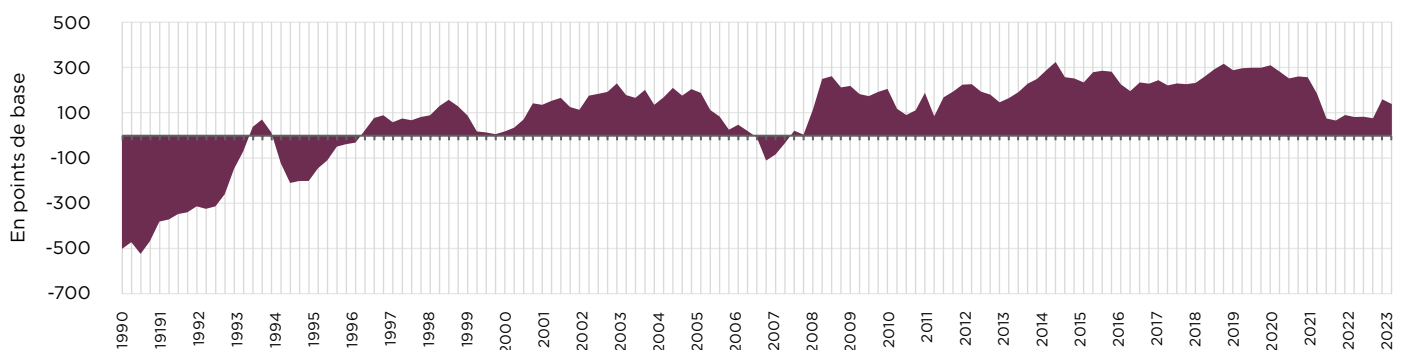
Notre hypothèse centrale est celle d'une stabilisation des taux de rendement immobilier.

Graphiques 10 & 11 : Évolution comparée de l'OAT 10 ans, du taux de rendement Prime bureaux et de l'inflation en France

France : Évolution comparée de l'OAT 10 ans, du taux Prime bureaux et de l'inflation

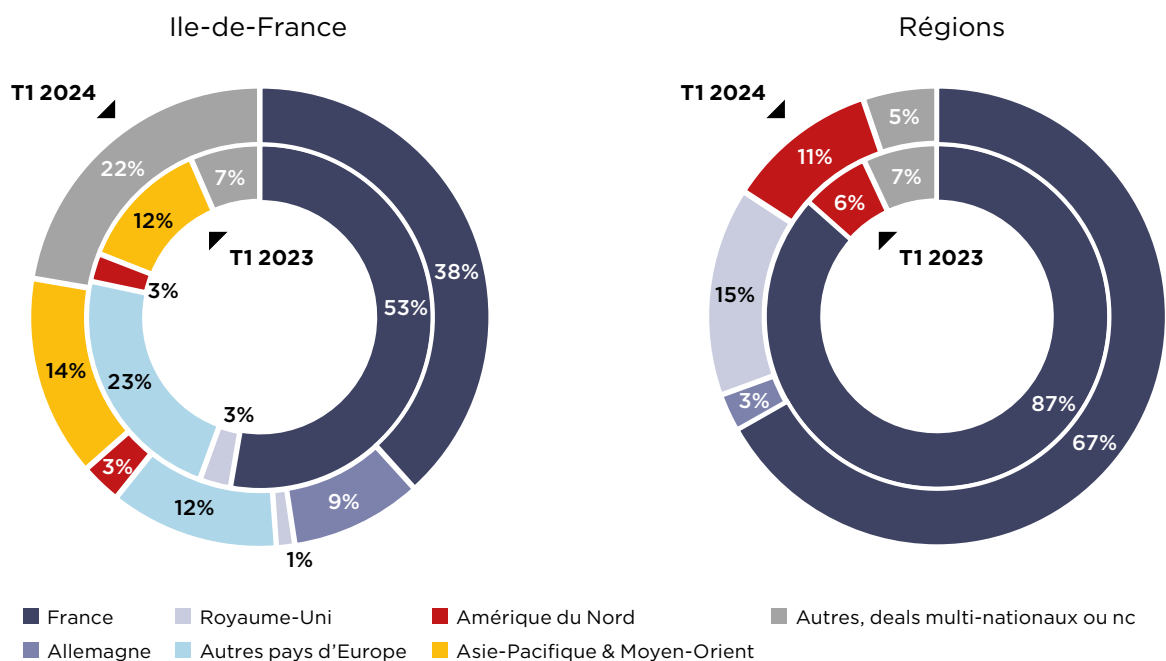


France : Spread OAT 10 ans / Taux Prime Bureaux

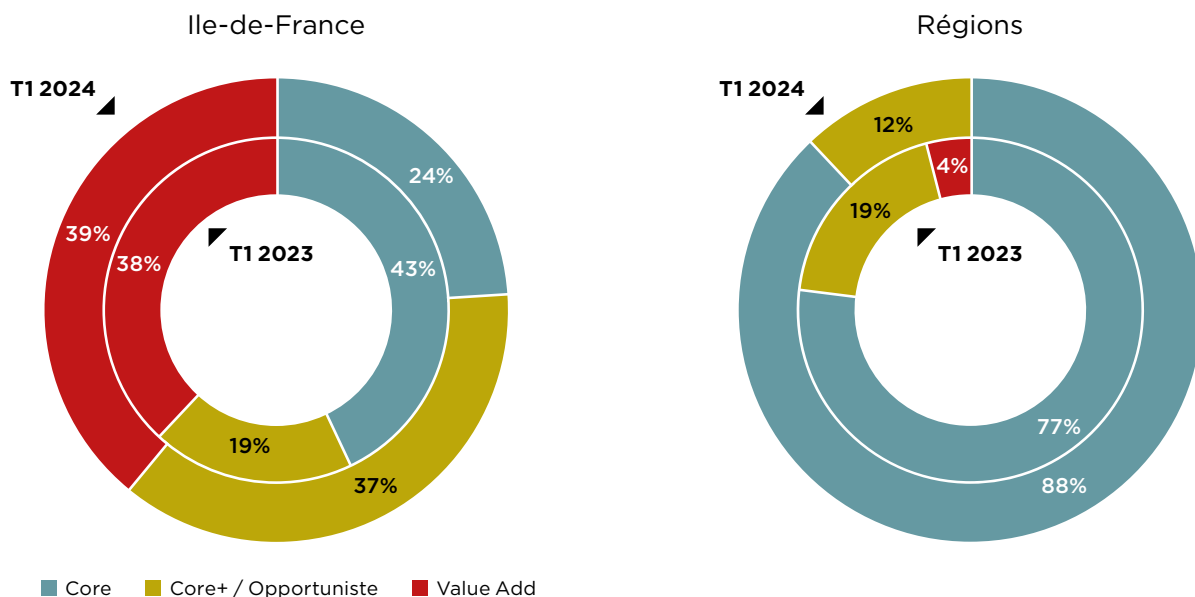


En images : l'Ile-de-France & les marchés régionaux

Graphiques 12 & 13 : Origine des fonds investis



Graphiques 14 & 15 : Répartition des volumes investis en bureaux par profils de risque





Savills team

Décryptages, tendances, perspectives du secteur de l'immobilier tertiaire, nos équipes de recherche spécialisées vous donnent un aperçu des tendances actuelles du marché et des prévisions pour vous aider à prendre les bonnes décisions en matière immobilière.

Investissement

Angus Potterton

Head of Savills France

+33 6 35 23 61 74

angus.potterton@savills.fr

Alexandre Wodka

Head of Investment

+33 6 74 92 87 25

alexandre.wodka@savills.fr

Mathieu Guillebault

Head of RCM

+33 6 19 83 01 70

mathieu.guillebault@savills.fr

Florian Moreau

Head of Logistics

+33 6 22 99 30 54

florian.moreau@savills.fr

Christian Nehme

Head of Retail

+33 6 07 72 45 12

cnehme@savills.fr

Savills Valuation

David Poole

Président

+33 6 20 57 85 84

dpoole@savills.fr

Research France

Cyril Robert

Head of Research

+33 6 11 82 13 88

cyril.robert@savills.fr

Maxime Bolis

Graphic Designer

Cover ©Joel Filipe / Unsplash