

France – Février 2021

Q
SPOTLIGHT
Savills Research

Investissement France T4 2020



Contexte économique

Sourire, enfin ?

La pandémie de Covid 19 restera au rang des grands traumatismes économiques, au même titre que le grand krach de 1929 ou le choc pétrolier de 1973. L'année 2020 s'est ainsi clôturée, dans de très nombreux pays, sur les pires résultats économiques observés depuis la Seconde Guerre mondiale. C'est notamment le cas en France.

Mais l'année 2020 aura aussi témoigné d'une capacité de résilience inattendue de l'économie hexagonale, qui pourrait réserver de bonnes surprises au cours des prochains mois. Voilà de quoi espérer tourner, enfin, la dernière page d'un triste chapitre.

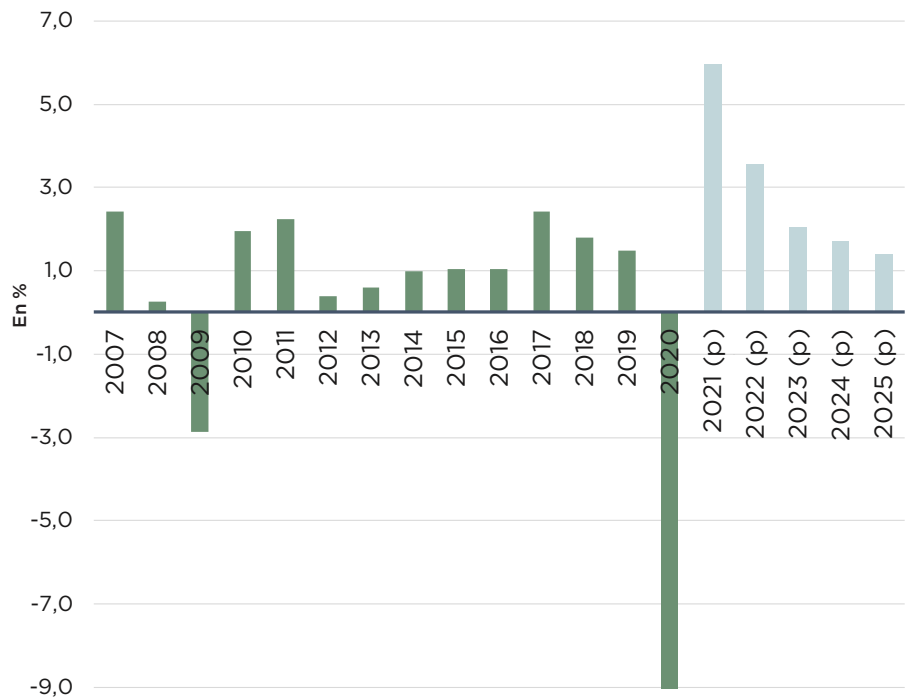
L'économie française s'est stabilisée au mois de janvier 2021 à un niveau proche de celui observé courant décembre. Le maintien des restrictions liées à la crise sanitaire et le renforcement du couvre-feu n'ont donc pas affaibli le rebond significatif de la consommation observé après le second confinement, pas plus qu'ils n'ont pénalisé l'activité économique, qui fait de la résistance. Du strict point de vue économique, l'important était donc d'éviter un troisième confinement. Selon la Banque de France, l'économie française s'est ainsi stabilisée à un niveau qui n'est plus inférieur « que » de 5% à celui qui était le sien avant l'écroulement de la pandémie. Le recul était de 18,8% au plus fort de la crise, au deuxième trimestre 2020.

La récession a donc été mieux contenue que prévu dans un environnement qui est pourtant resté erratique et déprimant tout au long de l'année écoulée. Le bilan n'en est pas moins lourd : pour l'ensemble de 2020, le PIB français devrait afficher un recul de 8,3%. C'est mieux que les -9% qui étaient craints il y a encore deux mois mais ça n'en est pas moins le pire résultat depuis l'après-guerre.

Avec une économie largement orientée vers les services, la France a davantage souffert que l'Allemagne (-5,0% en 2020). Par contre, elle s'en sort mieux que la plupart de ses grands voisins, à l'image de l'Italie (-9,3%), de l'Espagne (-11,0%) ou du Royaume-Uni (-10,8%), ce dernier se trouvant dans une situation atypique en raison du cumul des effets de la crise sanitaire et du Brexit.

Les effets sur l'emploi d'une telle conjoncture économique sont eux aussi moins forts qu'attendu. Au moins pour l'instant. Le taux de chômage (au sens du Bureau International du Travail) est retombé à 7,7% au terme du quatrième trimestre 2020 pour la France métropolitaine. Même si cette baisse s'explique largement par des raisons techniques, nombre de demandeurs d'emploi dans les secteurs les plus impactés (à l'image de l'hôtellerie et de la restauration) n'ayant pu effectuer leur recherche activement, elle témoigne d'une meilleure tenue que prévu de l'emploi salarié

Evolution du PIB français



Source Oxford Economics, Janvier 2021

privé. En parallèle, le nombre de plans sociaux reste lui aussi contenu. Les prochains mois seront déterminants pour savoir si cette résilience est durable ou si elle repose avant tout sur un phénomène de report autorisé par les différentes mesures d'aide et d'accompagnement mises en œuvre au niveau national et européen.

L'avenir s'annonce en effet plus que jamais difficile à prédire. Il n'en reste pas moins que, sur la base d'une hypothèse de réussite des campagnes de vaccination engagées en Europe et d'une levée progressive des mesures de contrôle sanitaire au cours du second semestre 2021, les organismes de conjoncture anticipent une forte reprise de l'activité économique. La France pourrait même en être un des principaux bénéficiaires.

Les prévisions de croissance du PIB français s'établissent généralement dans une fourchette comprise entre +5% et +6% pour 2021. Dans sa dernière livraison, datant de février 2021, Coface anticipe ainsi une croissance de 5,4%. Cela permettrait de rattraper une partie du retard enregistré sur l'Allemagne au cours de l'année écoulée, puisque celle-ci ne connaîtrait qu'une reprise de 3,5% en 2021. L'économie hexagonale se tiendrait également bien en comparaison de celle du Royaume-Uni, où une croissance 4,0% est attendue.

La confirmation d'un tel scénario sera à valider au cours des prochains mois. Il autorise toutefois un certain optimisme quant à l'avenir.

Bilan du marché français en 2020

Imaginer Sisyphe heureux

Il y a quelque chose de Sisyphe dans le marché français de l'investissement en 2020. Ce personnage de la mythologie grecque voit le rocher qu'il est condamné à hisser redescendre à chaque fois que le sommet approche. Le sommet, c'était en 2019, avec pour la première fois en France un volume d'investissement dépassant les 40 milliards d'euros. La chute, c'est la baisse de 33% observée en 2020, avec un volume revenu à un peu plus de 28 milliards.

Dans un environnement difficilement intelligible, Sisyphe a pourtant repris sa tâche et tente déjà de repartir vers les hauteurs, avec un rythme d'activité qui s'est accéléré en fin d'année. Cette résilience a révélé des forces, qui ont permis de limiter les dégâts en 2020 et augurent favorablement de l'avenir à moyen terme du marché français. Pour paraphraser Albert Camus, il faut imaginer Sisyphe heureux. Ou presque.

Volumes investis : les meubles ont été sauvés

La crise sanitaire de la Covid-19 a eu raison de la montée en puissance du marché français de l'investissement en immobilier d'entreprise. La croissance quasi-continue des volumes investis observée depuis 2013 s'est interrompue.

La rupture est nette et la dégrue spectaculaire. Un peu plus de 28,5 milliards d'euros ont été placés sur le territoire national en 2020. On est loin, très loin, des 42,5 milliards enregistrés en 2019, année de tous les records pour le marché français. La baisse en volume atteint ainsi 33%. C'est un tiers du marché qui s'est volatilisé. Le constat est implacable. Il n'ouvre pourtant

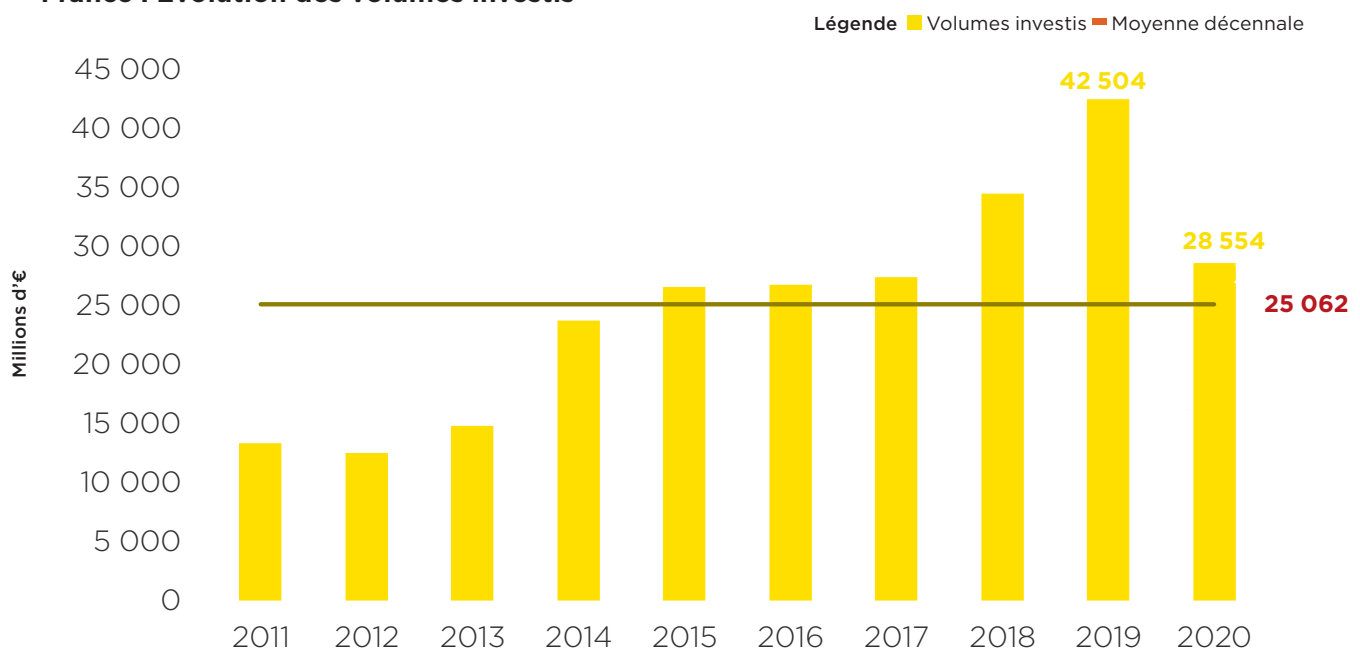
pas au catastrophisme. Au contraire, les résultats enregistrés apparaissent rassurants à bien des égards. Le marché français de l'investissement se maintient ainsi fermement au-dessus de la moyenne décennale (25 milliards d'euros). La performance est appréciable au vu de la contre-performance de la plupart des économies occidentales, inédite depuis l'après-guerre. Un volume d'investissement de plus de 28 milliards d'euros aurait été jugé très bon avant le pic d'activité observé en 2018 et, surtout, en 2019.

Autre facteur rassurant, le rythme d'activité du marché de l'investissement s'est constamment accéléré après le deuxième trimestre, lourdement affecté par le choc du premier confinement.

Le marché a ainsi terminé l'année 2020 sur un rythme appréciable, avec plus de 10 milliards d'euros investis lors des trois derniers mois. Dans la tourmente, le marché français a donc sauvé les meubles.

La baisse de l'activité enregistrée en 2020 est certes plus forte en France (-33%) que chez ses deux grands voisins, à savoir l'Allemagne (-20%) et le Royaume-Uni (-16%). A l'échelle européenne également le recul est moins net (-22%). Il y a là un effet d'optique, l'année 2019 n'ayant pas été aussi « anormalement » exceptionnelle pour ces marchés que pour la France. L'Hexagone conserve sa place sur le podium, au troisième rang, avec une part de marché dans les

France : Evolution des volumes investis



Source Savills Research

volumes investis en Europe qui ne régresse que peu, passant de 15% en 2019 à 13% en 2020.

Origine des fonds investis : Pré carré

Cette relative résilience, le marché français la doit beaucoup aux investisseurs domestiques. Leur poids relatif s'est considérablement accru en une année, passant de 53% des volumes investis en 2019 à 66% en 2020.

Disposant d'importantes liquidités à placer et bénéficiant d'un environnement bancaire demeuré souple, les investisseurs domestiques ont maintenu un positionnement plus offensif et compétitif. Ils se sont ainsi montrés très actifs pour les acquisitions d'un montant unitaire élevé (plus de 200 millions d'euros), tout en maintenant par ailleurs leur intérêt pour les actifs alternatifs aux traditionnels bureaux parisiens. Ils sont par exemple à l'origine de l'acquisition d'une quote-part d'un portefeuille de cinq centres commerciaux, valorisée pour plus d'un milliard d'euros. La part de marché des investisseurs français est ainsi mécaniquement montée.

Une telle « nationalisation » du marché est une caractéristique habituelle des périodes de crise. Celles-ci conduisent en effet les différents acteurs à se replier sur les marchés qu'ils connaissent le mieux et à faire preuve de prudence tant que leur visibilité de l'environnement et de ses évolutions n'a pas été rétablie. Un phénomène similaire avait été observé à l'issue de la crise financière de 2007-2008.

L'intérêt à l'international pour l'immobilier français n'a pas disparu pour autant. Il s'est par contre recentré sur les acteurs qui labourent le terrain depuis longtemps. C'est tout particulièrement le cas des investisseurs allemands qui ont vu leur exposition s'accroître, avec une part dans les volumes investis qui est passée de 10 à 13% entre 2019 et 2020. Parmi les transactions majeures générées outre-Rhin, plusieurs portent sur des montants unitaires très élevés. Allianz s'est, par exemple, offert deux des trois tours Citylights à Boulogne-Billancourt au cours du troisième trimestre 2020. Toujours en fin d'année, Invesco s'est positionné, pour le compte d'une joint-venture allemande, sur le 6-12 rue du Faubourg Saint-Honoré, en plein cœur du QCA parisien.

Les Nord-américains se sont également montrés actifs. Traditionnellement très présents sur les opérations opportunistes, ils ont confirmé leur positionnement sur des programmes en développement et ce, même après l'éclatement de la crise sanitaire. En fin d'année, Etoile Properties

a par exemple misé, pour un fonds américain, sur les 39 000 m² d'Aqueduc, opération à construire à Gentilly (Première Couronne Sud). Au-delà des acquisitions Core Plus ou Value Add, les investisseurs nord-américains ont également jeté leur dévolu sur des actifs sécurisés, à l'image du siège historique de la banque BNP Paribas, qui est passé dans l'escarcelle de LIM. Ils ont enfin continué d'explorer les opportunités offertes par les compartiments alternatifs aux bureaux, à commencer par la logistique, ce qui a donné lieu à l'acquisition de plusieurs grands portefeuilles.

Le principal changement apporté par l'année 2020 en termes d'origine des fonds investis a été l'interruption des flux en provenance de la zone Asie-Pacifique. Celle-ci a été aussi brusque que le déferlement observé en 2019 avait été soudain. Leur part de marché, qui s'était hissée à 13% des volumes placés, est retombée à zéro. Il serait toutefois abusif d'expliquer ce reflux par la crise sanitaire : celui-ci était attendu bien avant, ces fonds ne souhaitant pas renforcer trop nettement leur exposition sur un marché national et préférant désormais explorer les autres opportunités offertes sur le continent, notamment en Europe de l'Est.

Hormis ce phénomène, il est intéressant – et rassurant pour l'avenir – de noter que l'immobilier français conserve son potentiel de séduction auprès des grands investisseurs internationaux.

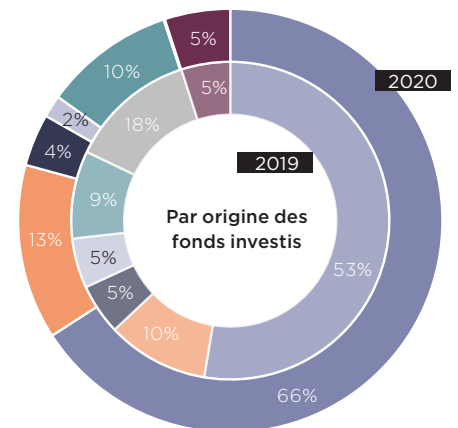
Type et qualité des actifs achetés : Paradoxes apparents

Confronté à une crise inédite par sa nature et l'ampleur de ses répercussions économiques et sociales, le marché français de l'investissement n'est pas exempt de paradoxes et de tendances contre-intuitives. La période actuelle, marquée par le surgissement du télétravail et les interrogations sur les besoins futurs des entreprises en matière de surfaces de travail, devrait logiquement conduire les investisseurs à la circonspection quant à l'opportunité de se positionner sur des actifs de bureaux. De la même façon, les périodes de confinement, qui ont entravé l'activité de nombreux commerces et ont encouragé l'essor du e-commerce, auraient pu les détourner du compartiment retail. L'augmentation de l'offre disponible et des taux de vacance, observée tout au long de l'année 2020, devrait pousser ces mêmes investisseurs à privilégier les actifs les plus sécurisés et les localisations les plus reconnues. Les enjeux résidentiels révélés par la situation sanitaire et l'ampleur des besoins, notamment chez les étudiants, les jeunes actifs et les seniors,

France : Répartition des volumes investis

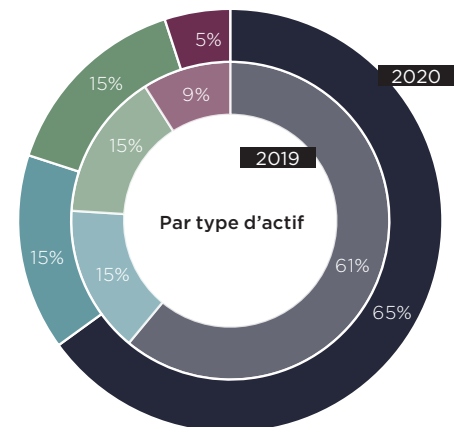
Légende :

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



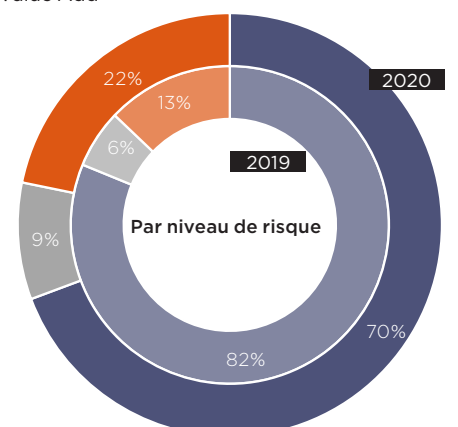
Légende :

Bureaux Commerce Industriel Services



Légende :

Core Core+ / Opportuniste Value Add



Source Savills Research

savills.com/research

devraient se traduire par une augmentation des transactions enregistrées dans le compartiment résidentiel services.

Ce ne sont pourtant pas les tendances qui ressortent du bilan de l'année 2020. Les volumes investis en France se sont, en effet, concentrés, plus encore qu'avant, sur les actifs de bureaux : ceux-ci ont drainé 65% des montants enregistrés, contre 61% en 2019. La part des bureaux Core se tasse, même si elle reste très prédominante (70% des volumes investis en bureaux en 2020, contre 82% en 2019) tandis que, dans le même temps, le Value Add progresse (22% contre 13%). Enfin, le compartiment retail résiste et conserve une part de 15% des volumes investis alors qu'à l'inverse, les services régressent, passant en un an de 9% à 5%.

Ces paradoxes ne sont toutefois qu'apparents. L'activité transactionnelle est le fruit de la rencontre entre la demande et l'offre. La configuration du marché en 2020 doit beaucoup à cette dernière. Nombre de marques d'intérêt d'investisseurs potentiels n'ont pas pu se concrétiser faute d'opportunités : c'est le cas pour les actifs Core, pour lesquels le nombre d'arbitrages a été limité (soit par crainte des propriétaires de ne pouvoir réinvestir les liquidités dégagées, soit dans l'espoir de retrouver ultérieurement une configuration de marché plus dynamique pour procéder à la vente). Les restrictions de l'offre ont aussi affecté les actifs de services, qui constituent toujours un marché de niches spécialisées (les services ont, de surcroît, pâti du recul observé sur l'hôtellerie). Il y a donc eu quelque chose de malthusien dans le marché français en 2020. À la clé de ce constat, une certitude : les volumes investis auraient pu être plus élevés que ceux enregistrés.

L'activisme des acheteurs français, qui ont une connaissance fine du marché locatif local, et celui des investisseurs nord-américains, souvent mus par une stratégie opportuniste, expliquent par ailleurs la bonne tenue des segments Value Add ou Core Plus. En dépit de conditions de financement de plus en plus sévères quant à l'appréciation des risques, plusieurs cessions de ce type ont pu se concrétiser tout au long de l'année pour des montants unitaires supérieurs à 200 millions, sur des actifs parisiens (à l'image de One Monceau ou du 33 rue du Quatre Septembre) ou sur des actifs de proche périphérie, bien reliés à la ville centre et susceptibles de constituer une alternative intéressante pour de grands utilisateurs en recherche de rationalisation des coûts immobiliers (Joya à Fontenay-sous-Bois ou Aqueduc à Gentilly). Un tel dynamisme est le témoin de la confiance des grands

investisseurs (et de leurs financeurs) sur la capacité d'absorption future du marché locatif parisien, dès lors que l'offre est bien positionnée géographiquement.

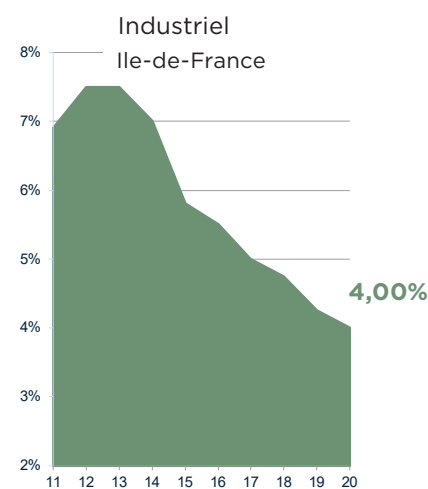
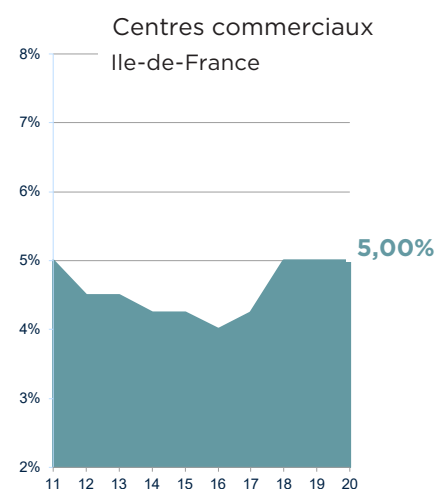
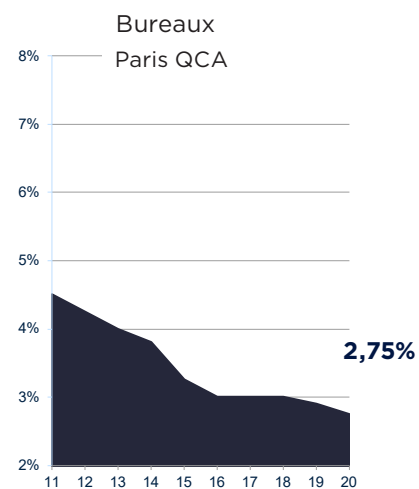
Bien sûr, plusieurs de ces transactions avaient été initiées avant la crise sanitaire, ainsi que les négociations sur leur financement. Le marché de l'investissement est tel un gros paquebot : les coups de barre ne se répercutent pas instantanément sur les mouvements du navire. L'évolution des tendances observées en 2020 sera donc à surveiller au cours des prochains trimestres.

Taux de rendement : Prime au « prime »

Dans un marché où les opportunités de positionnement sur des actifs de première qualité se font rares, 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 ont poursuivi leur mouvement de compression au cours de l'année 2020. Ils se sont établis à 2,75% dès le troisième trimestre 2020 et n'en ont pas bougé au quatrième. De tels niveaux n'ont rien d'irrationnel : ils assurent en effet un avantage élevé au compartiment immobilier, puisque le spread avec le taux obligataire s'établissait à 309 points de base à la fin décembre 2020, nettement au-dessus de sa moyenne décennale (230 pdb).

Pour les actifs Core Plus ou Value Add, l'appréciation et la rémunération du risque sur les actifs de bureaux se fait au cas par cas, rendant la notion de taux de rendement aléatoire et presque secondaire. Dans Paris intra-muros par exemple, où l'offre demeure sous contrôle et où la demande est assise sur une base d'entreprises large, les acquéreurs raisonnent de plus en plus clairement à partir de la valeur vénale. Le risque est considéré comme maîtrisé dès lors que le prix métrique n'excède pas un niveau plafond – plafond qui fluctue en fonction du quartier. Il en va différemment en dehors de Paris. Là, le spread de valorisation s'élargit plus franchement. Il est courant que les actifs de bureaux à revaloriser, qu'il s'agisse d'immeubles sous-loués, à restructurer ou ne disposant que d'un engagement locatif court de leurs utilisateurs, offrent un avantage de taux, celui-ci pouvant représenter jusqu'à 200 points de base. Toutefois, là aussi, le potentiel de chaque localisation (notamment au regard des développements du réseau de transport Grand Paris Express) et de chaque actif (y compris dans une perspective de transformation d'usage) est examiné avec minutie. Il en résulte une hétérogénéité grandissante des valorisations. Comme nous

France : Taux de rendement prime par typologie d'actifs



Source Savills Research

l'indiquions au sortir de l'été 2020, on assiste ainsi à une véritable « archipelisation » des rendements.

En dehors du compartiment bureaux, les taux de rendement connaissent des évolutions contrastées depuis le début 2020. Le taux prime s'établit à 5,00% pour les centres commerciaux. Il conserve ainsi un niveau équivalent à celui observé depuis la fin 2018, en raison notamment du maintien d'un intérêt pour les beaux actifs. Pour les commerces en pied d'immeuble parisien à l'inverse, le taux prime est remonté à 3,00%, gagnant 50 points de base depuis son étiage (2,50%) observé jusqu'en début d'année 2020. Tiré par l'attractivité des grandes plateformes logistiques aux yeux des investisseurs, le taux prime en industriel a poursuivi son chemin à la baisse en 2020 (-25 points de base en un an), pour s'établir à 4,00%.

Géographie des volumes investis : La longue quête d'alternatives à l'Ile-de-France

La région parisienne a toujours eu une place prépondérante dans le marché français de l'investissement. Elle l'a conservée en 2020, puisqu'avec près de 19 milliards d'euros, elle a concentré à elle-seule 66% des volumes investis dans le pays. Plus de 11,3 milliards d'euros d'investissement, soit 65% des volumes enregistrés à l'échelle du territoire national. L'hypertrophie de l'Ile-de-France est flagrante.

Elle tend pourtant à se corriger un peu : en 2019, la part de la région parisienne était plus importante encore (avec 69% des volumes investis). C'était encore plus net l'année d'avant (71%). Cette correction, même si elle reste d'ampleur limitée, est observable depuis près de cinq ans. Une année de crise telle que celle que nous venons de traverser n'y a pas contrevenu : elle apparaît donc inscrite comme une tendance durable. À 34% des volumes investis dans l'hexagone l'an dernier, le poids des régions dans l'activité est ainsi supérieur à la moyenne observée de 2017 à 2020 (31%). Cette quote-part n'était que de 11% pour la période 2010 / 2016.

La montée en puissance des alternatives à la région parisienne passe notamment par l'intérêt porté aux portefeuilles nationaux (lesquels contiennent d'ailleurs régulièrement une part d'actifs franciliens, difficile à quantifier dans la valorisation). Ces portefeuilles ont représenté un volume de 5,3 milliards d'euros en 2020, au travers d'une cinquantaine d'opérations. Les acquisitions de portefeuilles nationaux présentent un profil spécifique puisque les volumes sont très majoritairement concentrés sur deux classes d'actifs : l'activité représente à elle-seule 51% des montants investis, tandis que la part du commerce monte à 40%.

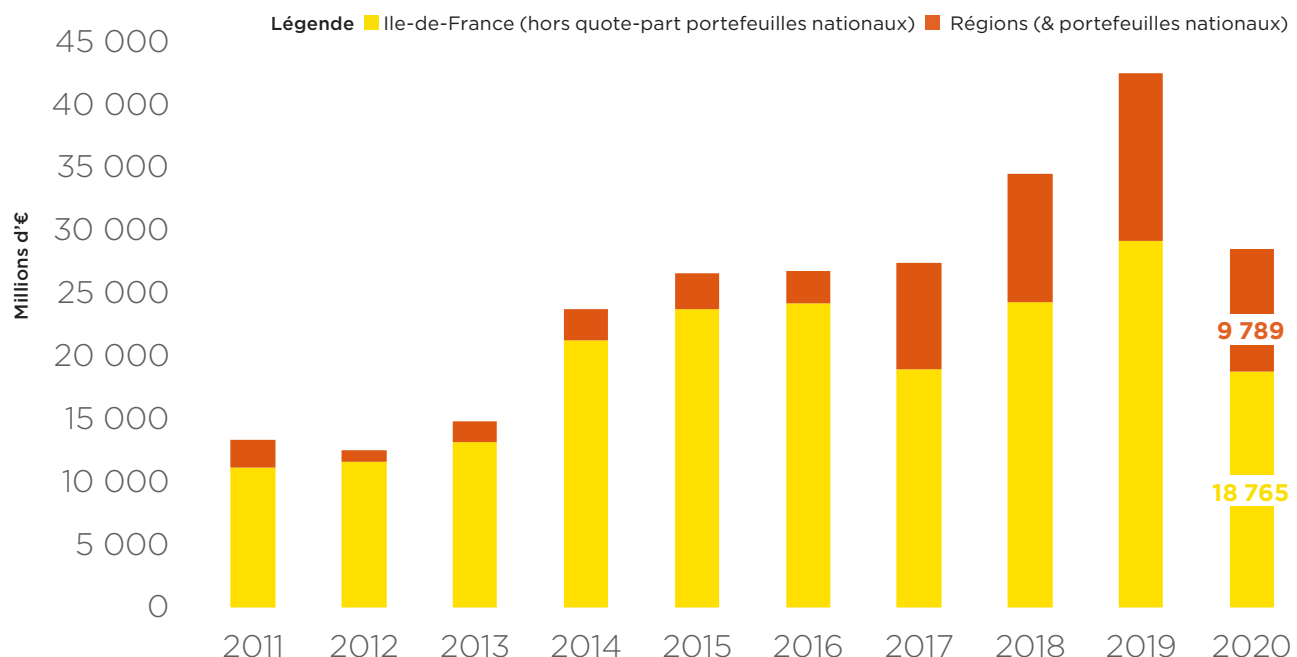
Les opportunités apportées par les bureaux en régions demeurent prioritairement explorées au travers d'acquisitions d'actifs uniques. Les

investisseurs n'hésitent pas à se positionner sur des immeubles de grande taille, pour peu qu'ils soient situés dans une métropole régionale jugée attractive (à commencer par Lyon, Marseille ou Lille). Quatre transactions sur des actifs uniques de bureaux ont dépassé une valorisation unitaire de 100 millions d'euros en 2020 (dont trois n'étaient pas pleinement sécurisées par un engagement locatif). Il faut y voir un gage de confiance des investisseurs dans les potentialités recelées par les marchés locatifs de ces métropoles régionales.

Lyon a confirmé en 2020 son leadership à l'échelle régionale, avec un résultat de près de 1,3 milliard d'euros. En dépit d'une forte contraction des volumes investis par rapport à l'année précédente (-42%), l'agglomération lyonnaise devance ses poursuivantes de la tête et des épaules. Lille sauve sa deuxième place, avec près de 450 millions d'euros (-40%), en devançant de peu Marseille. La métropole provençale réalise une très belle performance en dépassant les 420 millions d'euros et en affichant une hausse de +158% qui détonne dans l'environnement de 2020. Son marché a notamment été tiré par l'acquisition en VEFA de la tour Mirabeau dont près de la moitié des surfaces sera présentée sur le marché locatif (l'autre moitié étant dévolue aux besoins de l'acquéreur).

Nice (360 millions d'euros) et Bordeaux (250 millions d'euros) ferment la marche du Top 5 de l'année 2020.

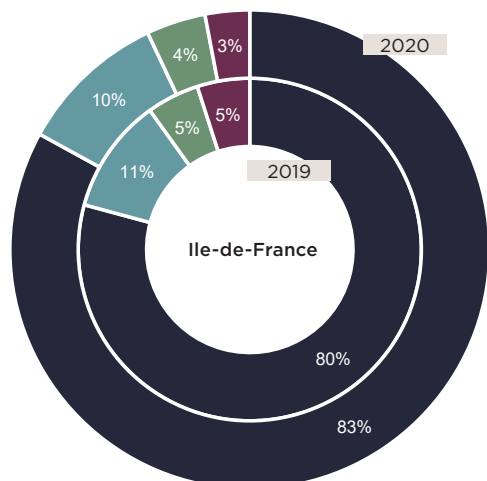
France : Répartition géographique des volumes investis en France



Source Savills Research

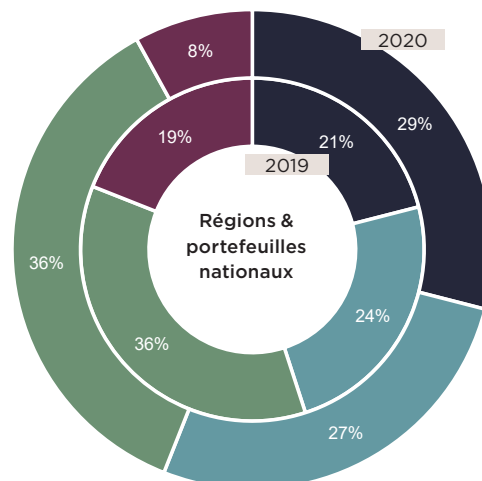
Les spécificités de l'IDF par rapport aux marchés régionaux français

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

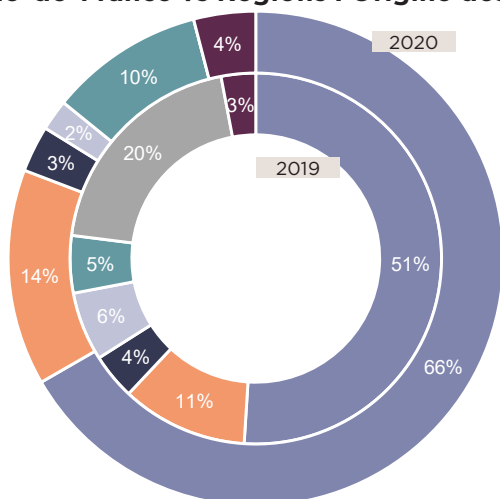


Légende :

- Bureaux
- Commerce
- Industriel
- Services

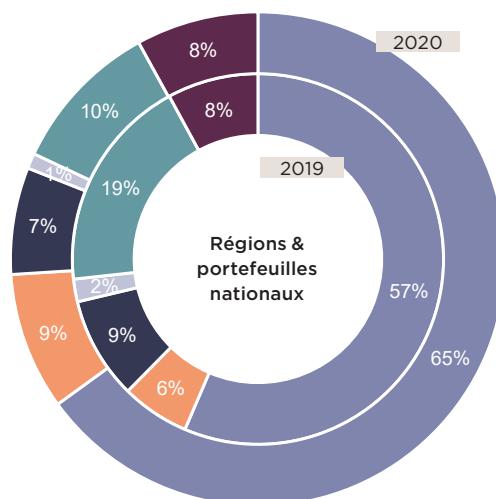


Ile-de-France vs Régions : Origine des fonds investis

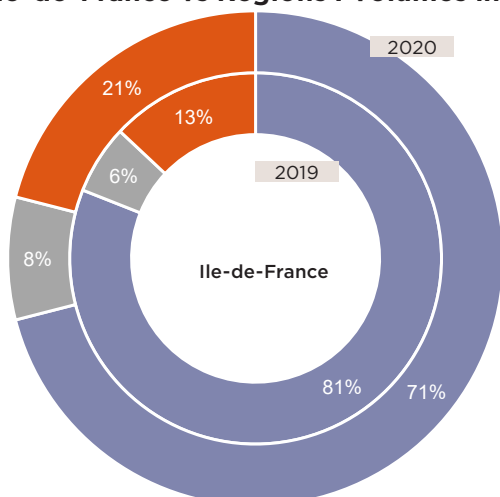


Légende :

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

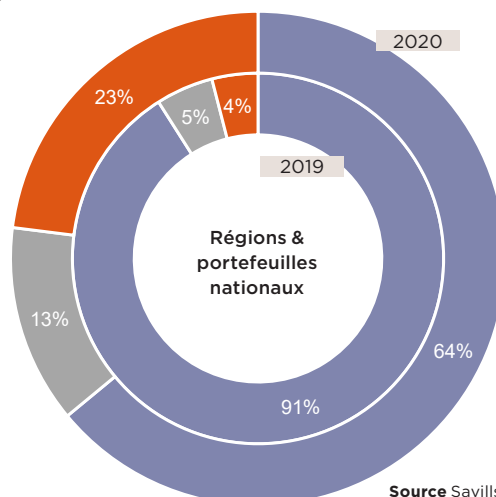


Ile-de-France vs Régions : Volumes investis par niveau de risque



Légende :

- Core
- Core+ / Opportuniste
- Value Add



Source Savills Research

Perspectives Inconnues XL

L'éclaircie qui se profile sur le front économique ne suffit pas à lever les hypothèques qui pèsent sur le marché français de l'investissement. La crise sanitaire en a profondément modifié les équilibres préalables. Des mutations profondes ont été enclenchées ou sont montées en puissance, susceptibles d'imposer durablement leur marque sur l'organisation du travail, les modes de consommation ou la localisation de l'activité, et donc de se répercuter sur la valorisation des actifs immobiliers. La recomposition est loin d'être achevée et son sens demeure flou.

Des opportunités se créent ou se créeront pour les investisseurs mais dans l'immédiat, ce «bouillon de culture» est surtout propice à la prudence et à l'attentisme. 2021 a ainsi bien plus de chances d'être, pour le marché de l'investissement, une année de transition plutôt qu'une année de relance.

Environnement économique : L'horizon s'éclaircit

Bien que la situation sanitaire demeure très instable et que la propagation de variants de la Covid-19 pousse à envisager des confinements localisés, les contraintes qui pèsent sur l'économie semblent s'alléger.

L'activité économique a mieux résisté au second semestre 2020, permettant de limiter le recul du PIB français. Pour 2021, les organismes de conjoncture sont d'accord pour anticiper une forte reprise de l'activité économique : dans les dernières actualisations réalisées en janvier ou février, un consensus s'établit sur une croissance comprise entre 5 et 6%. Coface vient par exemple d'annoncer une hausse attendue de 5,4%.

Ce serait une grosse bouffée d'oxygène pour de nombreuses entreprises même si cette croissance ne permettrait pas de retrouver le niveau d'activité d'avant la crise sanitaire. Selon ces prévisions, la reprise serait plus forte en France que chez la plupart de ses voisins puisque l'Allemagne progresserait de 3,5%, l'Italie de 5,1% et le Royaume-Uni de 4,0%. L'économie mondiale, de son côté, progresserait en moyenne de 4,3%.

Ces anticipations sont bien sûr soumises à de nombreux aléas et sont susceptibles d'être révisées. Outre les inconnues sanitaires, la dimension psychologique jouera également un rôle clé. Elle est au moins aussi imprévisible que le déroulement de la bataille contre une pandémie inédite.

Quel sera l'état d'esprit des acteurs économiques au fil des prochains mois ? Le vent de la liberté peut pousser à une bouffée d'optimisme, favorable à la consommation. Il est toutefois aussi à craindre que les répercussions des confinements et celles de la dégradation de la

situation de l'emploi soient lourdes. Echaudés, consommateurs et décideurs d'entreprises pourraient en effet amplifier leur réflexe d'épargne et s'enfermer dans une position attentiste, néfaste à la capacité de rebond de l'économie. Il n'est pas non plus à exclure que les tensions propres à la société française, mises sous le boisseau par la maladie, se réveillent et se traduisent par des mouvements sociaux limitant la reprise.

Volumes investis : Demande cherche offre

En dépit de ces nombreuses inconnues, l'environnement dans lequel s'inscrira l'investissement devrait être plus porteur qu'en 2020. Il encouragerait donc la consolidation de l'intérêt suscité par les actifs immobiliers. Il serait ainsi logique d'anticiper une hausse des volumes investis.

De la logique à la réalité, il y a toutefois un pas. Les blocages déjà constatés en 2020 au niveau de l'inadéquation entre l'offre et la demande pourraient perdurer, voire s'amplifier. En dépit de la forte baisse de la collecte d'épargne en 2020 (la collecte des SCPI a repassé le milliard d'euros au troisième trimestre 2020 mais demeure de 45% inférieure à son niveau de l'année précédente), la demande restera forte pour les actifs Core. C'est l'offre qui risque de ne pas suivre : les propriétaires de ces immeubles hésiteront à les mettre en vente par peur de se trouver confrontés à la difficulté de réinvestir. Faute d'opportunités, ce compartiment essentiel à la tenue du marché de l'investissement risque d'être entravé.

En dehors du Core, le durcissement des conditions de financement devrait conduire les acheteurs, surtout lorsqu'ils jouent avec l'effet de levier, à se montrer plus sélectifs dans leurs choix d'investissement, en donnant la priorité aux actifs susceptibles d'emporter l'adhésion des

prêteurs. Le « security package » s'avère de plus en plus déterminant dans les financements et son coût va croissant pour les emprunteurs. Sur les profils de risque plus élevé, une baisse de régime paraît donc inévitable en raison de la montée de la vacance, qui devrait se poursuivre en 2021, et de l'atonie de la demande placée, qui ne devrait connaître dans l'immédiat qu'une reprise limitée.

Côté acquéreurs, ceux qui examinaient les opportunités offertes par ce type d'actifs seront moins nombreux à le faire, aussi longtemps que le marché locatif ne sera pas reparti de l'avant. Sauf à observer une accélération du repricing, les fonds dotés d'une stratégie Value Add, souvent d'origine anglo-saxonne, seront tentés de privilégier pour un temps les opportunités offertes par d'autres marchés européens, jugés moins chers et réservant un potentiel de valorisation plus rapide. Leur appréciation dépendra pour beaucoup de l'effectivité de la reprise économique espérée en France.

Côté propriétaires, 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.

Une échappatoire à ce cercle vicieux pourrait toutefois être trouvée dans le potentiel que réserve la transformation des usages. Il y a en la matière un véritable alignement de planètes : les placements alternatifs aux bureaux sont ainsi susceptibles de constituer des relais de croissance. Il est par exemple intéressant de constater qu'avec la crise sanitaire, les fonds habituellement levés par les SCPI bureaux se sont en partie réorientés vers les SCPI diversifiées ou les SCPI spécialisées, notamment celles d'actifs

de santé. Bien que potentiellement plus nombreuses qu'en 2020, ces opportunités auront toutefois du mal à compenser l'éventuel bridage de l'activité sur les bureaux Core ou Value Add.

La remontée du rythme d'activité observée sur le marché de l'investissement n'est donc nullement inscrite dans le marbre.

Taux de rendement : Aux quatre vents

L'insuffisance de l'offre Core pour répondre à une demande qui restera excédentaire exclut toute remontée des rendements pour le bureau Core, au moins sur les emplacements bien établis. Les taux Prime resteraient ainsi proches de leur point bas historique, les situant durablement en dessous de 3,0% dans Paris QCA.

Si le segment Core a toutes les chances de 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 a déjà commencé à s'élargir courant 2020 au travers du spread entre les actifs Core et les actifs Value Add, continuerait alors de prendre de l'ampleur. Quelle proportion prendra ce repricing ?

Son importance dépendra de plusieurs inconnues. L'évolution des loyers et de l'activité transactionnelle sur le marché locatif bien sûr ; l'effectivité de la reprise économique et l'ampleur du durcissement des conditions de financement ensuite.

Le repricing n'aura par ailleurs pas la même ampleur dans tous les secteurs géographiques et dans toutes les classes d'actifs. Les localisations les plus tributaires d'un nombre restreint d'utilisateurs et qui verront leur taux de vacance remonter plus rapidement, seront davantage exposées à un ajustement baissier significatif que les marchés diversifiés et matures.

De même, les actifs de bureaux 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, 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 à la baisse des valeurs. Il en va de même pour les résidences services et le résidentiel géré. Les prochains mois seront en revanche 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, passant 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.

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.

