

Spotlight T4 2023

Q
SPOTLIGHT
Savills Research

Investissement France



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

Highlights

1. C'était attendu mais pas à un tel niveau : le marché français de l'investissement en immobilier s'est effondré en 2023, perdant près de la moitié de ses volumes en un an et réalisant le pire résultat en une décennie. Pour l'ensemble de l'année, le volume placé dans l'Hexagone dépasse à peine les 15 milliards d'euros.
2. En guise de consolation, le marché français a mieux résisté que ses grands voisins : le recul est de 54% pour l'ensemble de l'Europe, avec des pointes en Allemagne et en Pologne.
3. La diversification du marché français a gagné en importance en 2023. Ce phénomène déjà ancien n'a donc pas été remis en cause par la crise mais son moteur n'est plus le même : la diversification était liée à la rareté des actifs, elle doit désormais davantage à la recherche du meilleur couple risque / rendement.
4. La part des actifs de bureaux dans les volumes investis est tombée à 41% au terme de l'année 2023, soit un étiage inédit. Il ne faut pas y voir une défiance globale contre les bureaux : le questionnement ne porte pas sur l'existence - ou non - d'un avenir pour ces actifs mais celui de l'identification des bureaux qui ont de l'avenir. Le marché différencie quantité et qualité : il y a peut-être trop de bureaux mais il est intéressant de se positionner sur ceux susceptibles de s'inscrire dans le schéma d'occupation des utilisateurs.
5. L'investissement dans les régions (et dans les portefeuilles nationaux) a connu un regain au second semestre, participant à la recherche de diversification. 2023 se clôt ainsi avec une quote-part de 45% des volumes investis pour les régions, soit un niveau historiquement élevé.
6. Le rééquilibrage du marché de l'investissement s'est poursuivi mais à un rythme beaucoup plus modéré à partir du second semestre 2023. Le hiatus entre les attentes des vendeurs et celles des acheteurs serait donc en passe de se réduire, le marché semblant entrer, pour quelques mois, dans une période de stabilisation.
7. Une nouvelle architecture des taux de rendement s'est mise en place, avec un couloir Core qui s'inscrit désormais dans une fourchette de 4,25 à 7,00% (voire 9,00% en incluant la Deuxième Couronne) pour les bureaux en Île-de-France – sachant que la définition des critères Core devient un sujet clé.
8. Ces taux devraient se stabiliser. Un tel environnement serait propice à un redémarrage progressif de l'activité en termes de volumes investis en France.

Contexte économique : Sans ressort

Le paroxysme de la crise inflationniste est derrière nous. Les économies européennes en sortent ou sont en passe de le faire. Mais dans quel état ? Asphyxiées par le manque d'argent, shootées par les aides et souvent obérées par une dette publique XXL, la question est de savoir si elles sont en mesure de retrouver un équilibre pour repartir de l'avant. Et si ses acteurs en ont l'envie.

L'Union européenne a frôlé la récession en fin d'année 2023. Depuis, l'étau s'est légèrement desserré mais l'humeur n'est toujours pas, loin de là, au soulagement et à l'euphorie. Si l'économie européenne retrouve un peu de vigueur, c'est à un rythme moins élevé que celui attendu il y a quelques semaines encore. A la mi-février, la Commission européenne a d'ailleurs revu à la baisse ses prévisions de croissance pour 2024, en les ramenant à 0,8% pour la zone euro contre 1,2% attendus précédemment.

Le rythme de l'inflation devrait certes continuer de ralentir, à une vitesse qui est même plus rapide que prévue. Il devrait ainsi passer dans la zone euro de 5,4% en 2023 à 2,7% en 2024 puis 2,2% en 2025. Ce contexte, conjugué à la hausse attendue des salaires réels et à une certaine résilience du marché de l'emploi, devrait favoriser le moteur de la consommation des ménages.

Ces éléments sont encourageants pour l'activité économique. Alors pourquoi ce relent de prudence, voire de pessimisme ? « Le poumon ! » auraient dit les Diafoirus de Molière ; « l'incertitude et l'instabilité » dit-on aujourd'hui. Et de lister les conflits géopolitiques européens et asiatiques, l'embrasement potentiel de tout le Proche-Orient, avec ses répercussions possibles sur les routes commerciales de la mer Rouge, les nombreuses élections attendues au cours des prochains mois, les revendications sociales exacerbées par la fin des mesures d'aide à l'énergie et le coût de la transition environnementale... Les risques sont ainsi très nombreux pour venir contrebalancer les bénéfices de la réussite de la lutte contre l'inflation et d'un retour à un environnement économique plus sain.

Dans ce contexte européen, la France ne se distingue que par l'épaisseur du trait. La Commission européenne attend pour l'Hexagone une croissance de 0,9% en 2024

et de 1,3% pour 2025. C'est 0,1% de plus que la moyenne de la zone euro, autant dire pareil. Le gouvernement français, qui vient de revoir ses prévisions à +1,0% pour 2024, est en ligne avec ces anticipations. Comme c'est souvent le cas, l'OCDE est un peu plus pessimiste et n'anticipe qu'une progression de 0,6% du PIB français au terme de cette année et de 1,2% en 2025.

L'unanimité se fait en revanche pour décrire le cheminement à venir de l'économie française : un premier semestre 2024 particulièrement atone, suivi d'un réveil lent et très progressif au cours du second semestre.

La situation de l'emploi devrait en pâtir, avec un taux de chômage qui pourrait légèrement progresser d'ici à la mi-2024. L'Insee comme la Banque de France le voient remonter à 7,6%, contre 7,5% à la fin 2023. Il pourrait ensuite atteindre 7,8% en 2025.

Cette dégradation des perspectives d'amélioration économique devrait inciter la Banque Centrale Européenne (BCE) à la modération dans sa politique monétaire. Alors que Christine Lagarde a redit l'importance à ses yeux de ne pas baisser les taux directeurs prématurément, les discussions au sein du Conseil des gouverneurs de la BCE se font vives sur le calendrier, le rythme et le niveau de l'assouplissement des taux. Reste qu'au sein de ce Conseil des gouverneurs les rigoristes s'arcboutent et que le scénario central demeure celui d'une baisse lente et modérée des taux directeurs. Cette baisse est susceptible de s'initier à partir du printemps 2024.

Doucement, l'étau devrait donc se desserrer sur les conditions d'accès ainsi que le coût du crédit, permettant aux marchés de l'investissement de retrouver progressivement un peu d'oxygène. Et donc un peu de ressort...

Volumes investis : L'ombre du coup franc

Le marché de l'investissement, c'est un peu comme le foot. Ce n'est pas parce qu'on aligne certains des plus grands joueurs qu'on parvient à s'imposer en championnat. A force de cafouillage dans la surface, le coup franc n'est pas loin et l'on ne doit parfois sa place qu'aux contreperformances des équipes adverses en Europe. C'est la situation dans laquelle se trouve le marché français de l'investissement : ses résultats décevants enregistrés tout au long de l'année 2023 ont eu le même effet qu'une énième défaite en Clásico ou en Olympico. Sauf que nulle autre équipe n'a su en profiter... En France comme en Europe, le signal d'un possible sursaut serait maintenant vraiment le bienvenu.

Il n'y a pas eu, en 2023, le rebond souvent observé en fin d'année dans les volumes investis. Au contraire. Le quatrième trimestre, avec ses 3,3 milliards d'euros investis en immobilier d'entreprise à l'échelle de la France, réalise l'un des trois pires résultats de la décennie. Seul le trimestre précédent avait été plus mauvais, avec le lointain deuxième trimestre 2015. Trimestre après trimestre, depuis un an, le marché n'en finit pas de s'enliser.

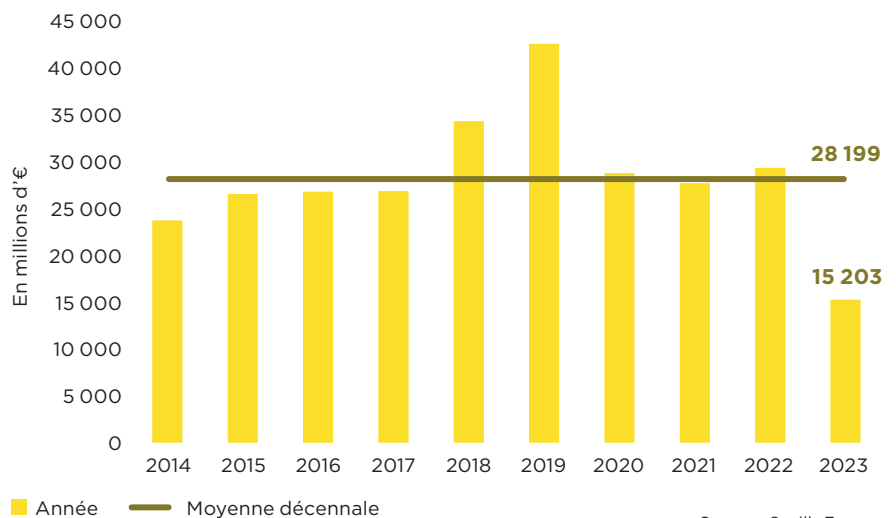
Sur l'ensemble de l'année 2023, le marché français parvient à peine à franchir la barre des 15 milliards d'euros. Il a tout simplement fondu de moitié (-48%) par rapport à l'année précédente. Il s'installe 46% en dessous de sa moyenne décennale (28,2 milliards d'euros).

Tout le monde le savait déjà, 2023 ne serait pas un bon cru. Mais c'est l'ampleur de la contreperformance qui est le principal facteur de surprise.

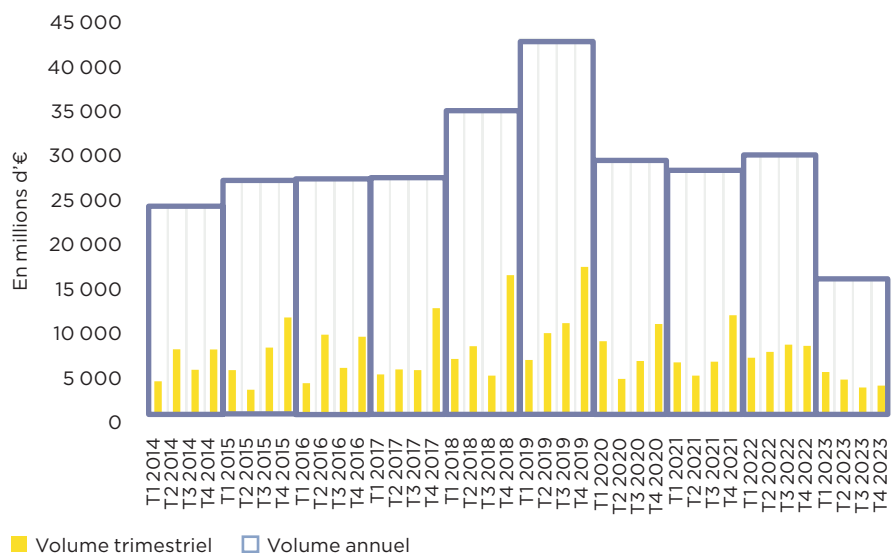
Il n'y a que la comparaison avec les pays voisins qui apporte un peu de baume au cœur : la baisse sur le marché français est en effet moins importante que les -54% observés à l'échelle de l'ensemble de l'Europe, avec des baisses de 55% au Royaume-Uni, 61% en Allemagne et de 67% en Pologne (volumes à périmètre comparable).

Pourquoi une telle contreperformance généralisée de l'investissement immobilier ? D'abord parce que le compartiment immobilier est devenu comparativement moins attractif en termes de liquidité, de risque et de rémunération. La dégradation du marché locatif (bureaux et logistique) 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 sombre tableau, et bien que les cours boursiers soient devenus plus erratiques depuis le mois de septembre, actions et obligations ont retrouvé de l'attractivité.

Graphiques 1 & 2 : Évolution des volumes investis en France



Source : Savills France



Source : Savills France



© Florian Delée / Unsplash

Beaucoup d'investisseurs ont donc décidé de réduire la voilure en immobilier, à commencer par les institutionnels qui cherchent à alléger la pondération des actifs non cotés dans leurs portefeuilles. Les investisseurs qui demeurent présents s'en tiennent à une stratégie souvent agressive en termes de valorisation. Les décotes proposées sont régulièrement importantes, notamment pour les grands actifs de périphérie.

Au total, les transactions sont peu nombreuses : les vendeurs continuent en effet de résister sur les valeurs de cession, notamment quand les valeurs d'expertises n'ont pas été suffisamment corrigées, et ce, malgré un nombre parfois substantiel de propositions d'acquisitions. Ils refusent

ainsi d'acter des baisses qu'ils jugent trop significatives malgré des évidences de marché.

Dans ce contexte, renoncer à des cessions sur des actifs autres que marginaux apparaît comme un moindre mal aux yeux des propriétaires qui en ont la possibilité – ceux-ci espérant que la mauvaise passe actuelle n'aura qu'un temps. Que les conditions de crédit se desserrent suffisamment et ils auront eu raison. Il n'est pourtant pas certain que le phénomène soit suffisant pour éviter un ajustement supplémentaire global des valeurs de marché. La rétention se termine presque toujours en cessions et il est à souhaiter que le robinet ne se réouvre pas trop brusquement.

Actifs achetés : Le marché des possibles

Toutes les classes d'actifs conservent leur intérêt aux yeux des investisseurs. Il faut juste qu'elles soient proposées à un prix justifiant leur positionnement. C'est souvent là que le bât blesse encore. Car si les investisseurs examinent toutes les opportunités qui se présentent, ils font aussi désormais preuve d'une grande prudence. Il en résulte une diversification importante, tant en termes de types d'actifs que d'emplacements géographiques.

Une telle diversification est plutôt de bon augure, signifiant que, si beaucoup des moteurs du marché français de l'investissement sont en veille, ils demeurent en état de marche, prêts à repartir.

Bureaux : La diversification du marché français de l'investissement s'est largement confirmée en 2023. Elle passe par la montée en puissance des actifs alternatifs au détriment des immeubles de bureaux.

Initiée depuis plusieurs années, cette diversification prend une proportion inédite puisque la part des actifs de bureaux est tombée à 41% des montants investis dans l'Hexagone au cours de l'année 2023. On est bien loin de la moyenne observée pour les dix dernières années (62%).

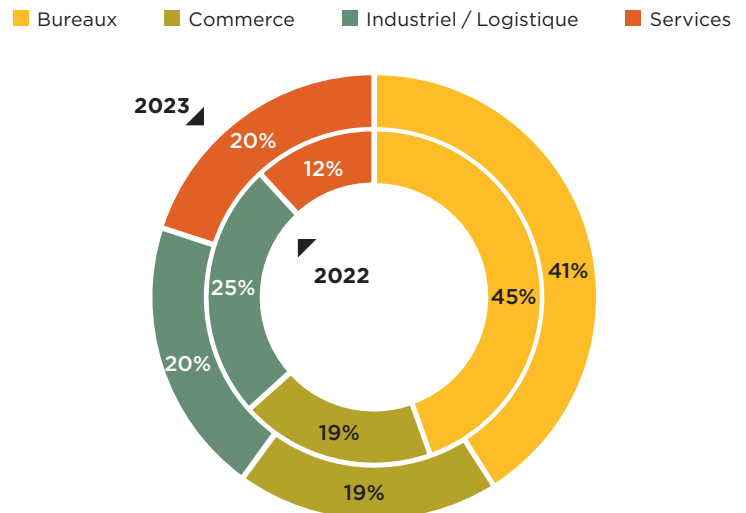
Les immeubles de bureaux n'en conservent pas moins un poids considérable, attirant un total de 6,3 milliards d'euros (-52% en un an). Les investisseurs ne s'en sont donc pas détournés, ils se montrent en revanche plus sélectifs et plus exigeants à la fois sur les immeubles achetés et sur les conditions de leur acquisition.

L'heure n'est pas, ou n'est plus, à « l'office bashing », actif qui aurait perdu sa raison d'être sous les effets du développement du télétravail et du flex. Il y a un avenir pour les bureaux – c'est d'autant plus certain que, dans un environnement économique qui se tend, les entreprises vont avoir besoin de souder et de mobiliser leurs équipes, ce qui passe par un retour à la proximité physique et à l'accroissement des interactions directes.

Cet avenir n'empêche pas une évolution des exigences des utilisateurs vis-à-vis des bureaux – exigences qui influent sur les choix des investisseurs. La garantie d'usage et d'occupation réside dans « l'utilité » pour l'utilisateur, mesurée au travers du compromis entre la qualité de l'immeuble (conception, fonctionnement et services offerts), son emplacement et, de plus en plus, son prix (loyer chargé et coûts d'exploitation). Les investisseurs tentent donc de se concentrer sur les immeubles susceptibles de s'inscrire le plus facilement dans le schéma d'installation des entreprises et mettent en place, pour ce faire, une analyse rationnelle actif par actif. Appréhender le risque porté par un immeuble de bureau à court, moyen et long terme est devenu la variable essentielle à la concrétisation d'une acquisition et à la définition d'une stratégie de détention à moyen et long termes.

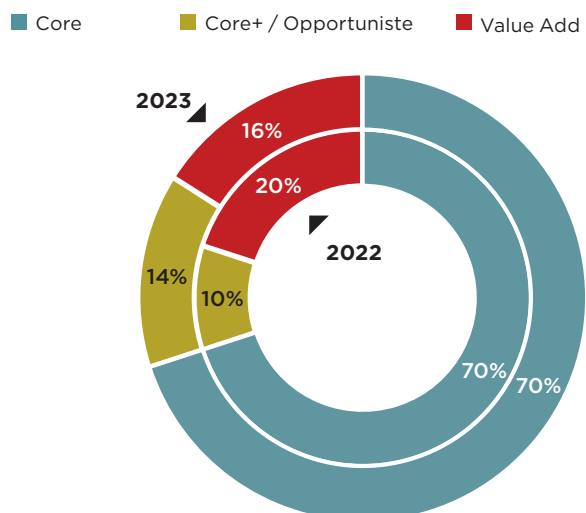
Cela signifie que certains immeubles de bureaux ne sont pas en mesure de réussir ce « crash test », leur risque intrinsèque étant trop élevé. Il faut rapidement leur inventer un autre futur que celui des bureaux.

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



Source : Savills France

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



Source : Savills France

Combien sont-ils et que représentent ces immeubles à réinventer ? Icade a récemment annoncé que 14% de ses actifs de bureaux ne sont plus en ligne avec les attentes des utilisateurs.

Plus globalement, après analyse fine des 4,7 millions de m² vacants proposés à la location en Ile-de-France, Savills considère que près de 1,1 million de m² (soit 23% des disponibilités) ne sont pas propres à une commercialisation et devraient être retirés de l'offre effective.

Un tel contexte devrait porter le segment Value add, en multipliant les opportunités. Pourtant, ce n'est pas le cas : sa part dans les volumes investis régresse, passant de 20% en 2022 à 16% en 2023. La principale explication tient dans le fossé qui existe entre les attentes des vendeurs et les réalités de marché. Ce fossé a bridé le Value add en dépit de l'appétit qu'il suscite, plus encore que le segment Core. Il conduit certains propriétaires à préférer mettre eux-mêmes en œuvre des projets de changement d'usage sur leurs actifs rincés plutôt que de s'en défaire à un prix jugé trop faible. Icade, pour reprendre un exemple précité, a choisi de transformer l'ensemble Léna-Helsinki-Liège, construit dans les années 70 dans le parc Orly-Rungis, en un hôtel et une résidence de tourisme. Au Plessis-Robinson, ce sont 24 000 m² de bureaux qui seront transformés en logements par Icade. Icade est loin de constituer une exception puisque d'autres investisseurs, à l'image de Covivio, examinent cette possibilité. C'est pourquoi les cessions Value add se limitent souvent aux actifs marginaux dans les portefeuilles des investisseurs.

Le Core continue donc de tenir la vedette : il a concentré 70% des volumes investis en bureaux en 2023, soit une part exactement similaire à celle observée un an plus tôt. Cette part aurait sans doute pu être plus grande encore et les volumes investis plus élevés si le segment Core n'était pas confronté à sa raréfaction : les acquéreurs se montrent en effet plus sélectifs avant de reconnaître à un immeuble cette qualité, créant avec les vendeurs un hiatus supplémentaire à celui du prix de cession.

Commerce : Après un début d'année pétaradant, le volume d'investissement observé en actifs de commerce s'est calmé dès la mi-année 2023.

Avec un peu moins de 2,9 milliards d'euros au total sur l'année (dont 1,2 milliard rien qu'au premier trimestre),

le volume investi en commerce est lui aussi clairement en recul (-57% en évolution annuelle). Il parvient toutefois à conserver sa représentativité dans le marché français en se taillant une part de 19% des montants investis dans l'Hexagone, conforme à celle observée un an plus tôt.

Les fluctuations sont naturelles sur un marché qui se concentre sur un nombre restreint de transactions. Plus que d'un désintérêt, le ralentissement de l'activité dès le deuxième trimestre 2023 témoigne de la rareté des opportunités. Les candidats à l'acquisition sont là, rassurés par la capacité de réinvention et d'adaptation d'enseignes ayant traversé une période difficile ainsi que par la résilience de la demande domestique et touristique, en dépit du contexte inflationniste qui a prévalu en 2023. Mais la principale raison de cet intérêt est à chercher dans la décompression des taux de rendement offerts par les acquisitions d'actifs de commerce. Le « repricing » a eu lieu bien plus tôt que pour les autres types d'actifs et a donc reconstitué leur attractivité.

Pour ce qui concerne l'investissement en commerces, l'année 2023 restera comme celle de la matérialisation de l'importance et de la puissance du seul segment qui jouisse d'une véritable profondeur, à savoir celui des retail parks et des commerces de périphérie. Ce dernier a attiré plus de 1,3 milliard d'euros au cours de l'année passée, représentant 45% des volumes investis en actifs retail. Cette part n'était que de 38% en 2022.

Le segment des retail parks et des commerces de périphérie ne bénéficie habituellement pas de l'effet booster des méga deals et se nourrit de montants souvent inférieurs à 50 millions d'euros, dont le financement est aisé. Cela a moins été le cas en 2023 puisque, grâce à la cession de plusieurs portefeuilles ainsi qu'à celle du retail park urbain Polygone Riviera à Nice, trois transactions atteignent ou dépassent le montant unitaire de 150 millions d'euros.

A l'inverse, les transactions sur les pieds d'immeubles n'ont représenté qu'un peu plus de 710 millions d'euros. Il faut dire que ce segment a été entravé par la véritable razzia qu'ont menée les deux géants français du luxe sur les meilleurs emplacements parisiens – transactions assimilées à des ventes à utilisateur et qui ne sont pas comptabilisées dans les volumes d'investissement.



©Christian Wiediger / Unsplash

Industriel & logistique : Le marché en 2023 a également été moins porteur que précédemment pour les actifs industriels et logistiques. La violence du retour de bâton pour cette catégorie qui avait réalisé de très belles performances jusque dans le courant 2022 était patente au premier trimestre. Elle s'est confirmée pendant les neuf premiers mois de l'année avant que le quatrième trimestre ne marque un réveil de l'activité transactionnelle – réveil qui sera à confirmer au cours des prochains mois.

Les actifs industriels et logistiques n'ont attiré que moins de 3,1 milliards d'euros à l'échelle de l'Hexagone au cours de l'année 2023, loin des 7,2 milliards enregistrés un an plus tôt. Le recul est brutal (-57%) et s'explique par – outre l'effet de base – la raréfaction et la réduction de la taille unitaire des cessions de grands portefeuilles, à l'inverse de ce qui s'était passé au cours des années précédentes.

Les acquéreurs potentiels se font prudents et attendent de voir plus clair dans les évolutions en cours de la consommation et de la conjoncture économique. Plusieurs opérateurs d'entrepôts ont en effet déjà choisi de réduire la voilure de leur développement et les investisseurs s'inquiètent de savoir si de nouveaux ajustements sont à attendre. La concentration en cours des activités logistiques est également un facteur d'attentisme : les acteurs, de plus en plus puissants et en nombre de plus en plus réduit, seront en effet à même de peser davantage sur les évolutions du marché locatif. Tous ces éléments sont donc surveillés par les acquéreurs afin d'apprécier si le réajustement des taux de rendement déjà opéré peut permettre une reprise de l'activité à l'investissement. Un autre élément clé s'avérera déterminant : l'effet de rente généré par les restrictions liées à la lutte contre l'artificialisation des sols. La rareté est en effet un gage de valeur sur le long terme.

Services : C'est la vedette de l'année 2023 dans le marché français de l'investissement. S'il est une classe d'actifs qui semble tirer son épingle du jeu, c'est bien celle des services (immobilier résidentiel géré, hôtellerie, actifs de santé, etc.). Elle affiche certes, elle aussi, un recul annuel mais celui-ci est réduit : avec un total de 2,9 milliards d'euros investis en 2023, il se limite à -14%.

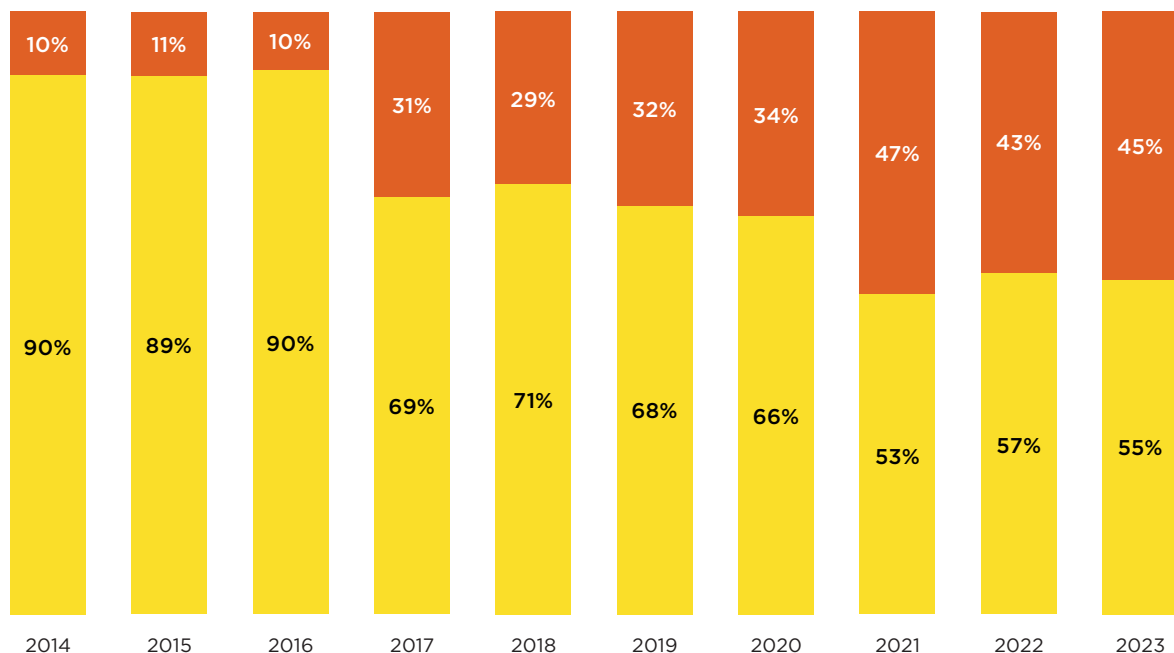
Cette résilience remarquable permet aux actifs de service de voir leur part dans les volumes investis en France grimper à 20%, nettement au-dessus des 12% observés un an auparavant.

C'est surtout l'hôtellerie qui fait ce succès puisqu'elle draine à elle seule 1,9 milliard d'euros d'investissement. Après avoir été lourdement impactée par la crise sanitaire et les confinements, elle 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.

Ce succès de l'hôtellerie est toutefois peut-être l'arbre qui cache la forêt. Pour le résidentiel géré plus classique, qui repose essentiellement sur des VEFA, les nouvelles équations économiques rendent plus délicates de nombreuses transactions et donnent lieu à des ajustements de taux. Cette classe d'actifs a quand même bénéficié cette année de six transactions d'un montant supérieur à 50 millions d'euros portant toutes sur des actifs uniques. Le marché a par ailleurs bénéficié de la cession du portefeuille Hyde Park, constitué de cinq cliniques, pour plus de 100 millions d'euros.

Graphique 5 : Répartition géographique des volumes investis en France

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



Source : Savills France

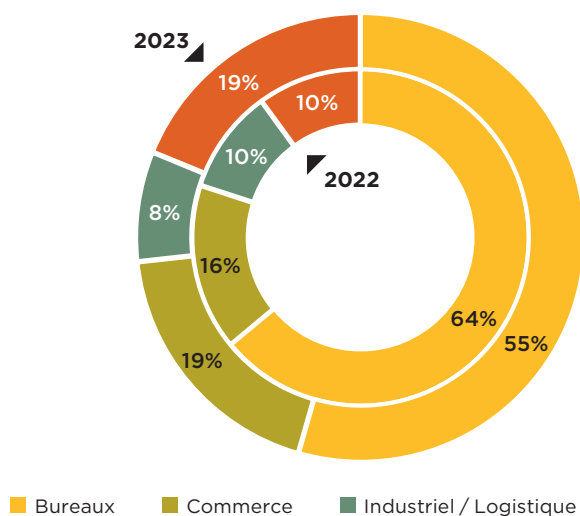
Géographie : 2022 avait marqué une pause dans la redistribution géographique des volumes investis qui s'opérait depuis plusieurs années, au profit des régions¹. Ce coup d'arrêt s'était prolongé tout au long du premier semestre 2023. Le second semestre y a mis un terme grâce à un rebond de l'activité. Au total, au terme de l'année 2023, la part des régions progresse légèrement, remontant à 45% des volumes investis en France en 2023, contre 43% un an plus tôt.

Cette décentralisation requinquée est dans la logique de la diversification à l'œuvre dans le marché français de l'investissement. Le propre des actifs alternatifs au bureau est en effet d'être plus largement représentés en régions que ne le sont les immeubles tertiaires classiques. C'est tout particulièrement le cas pour les actifs retail et l'hôtellerie.

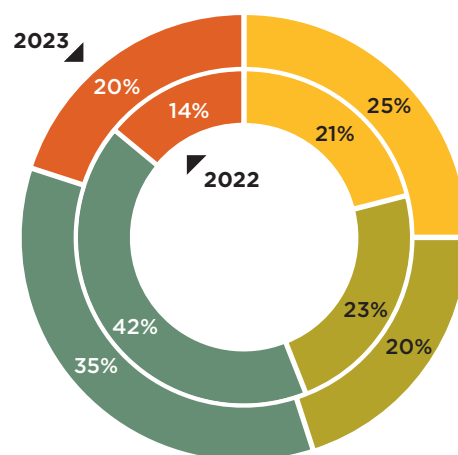
La répartition des volumes investis illustre d'ailleurs parfaitement cette différence, l'Ile-de-France et les régions ayant des profils totalement différents.

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

Ile-de-France



Régions



Source : Savills France

¹ Par régions, nous entendons tout le territoire métropolitain qui n'est pas situé en Ile-de-France. Nous incluons dans cette catégorie les portefeuilles nationaux, même s'ils comportent une quote-part d'actifs franciliens pour peu que cette dernière ne soit pas précisément quantifiable.



© Mihail Ribkin / Unsplash

Origine des fonds investis : Un repli domestique ponctuel ?

Rien d'étonnant ni de très nouveau sous le soleil : comme cela a été le cas dans toutes les crises et les perturbations que le marché de l'investissement a eu à traverser, l'année 2023 se solde par une montée en puissance de la quote-part des investisseurs domestiques dans les volumes placés. Cette vérité n'est d'ailleurs pas réservée à l'Hexagone : en cas de doutes, on se replie sur son pré carré, sur ce qu'on pourrait appeler sa zone de confort et de sécurité.

Ce qui est plus nouveau, c'est que ce repli a été somme toute limité, dans son ampleur et sa durée. Il a en effet été principalement observable au premier semestre 2023. Les six derniers mois de l'année ont, à l'inverse, été marqués par une réouverture du marché français sur l'international. Le phénomène est certes timide mais s'il se confirme au fil des prochains mois, cela signifie que la mécanique de reprise de l'activité est en train de se mettre en place...

La part des acheteurs français est remontée en 2023 pour s'établir à 64% des volumes investis en France. Cette part n'était que de 61% un an plus tôt.

Cette prégnance accrue est assez logique dans la configuration de marché chahutée qui prévaut désormais. L'avantage est 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.

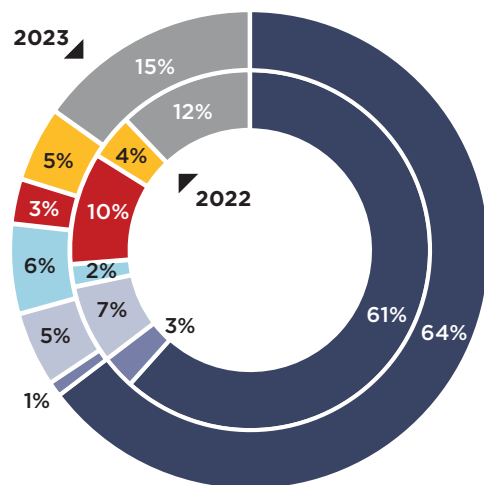
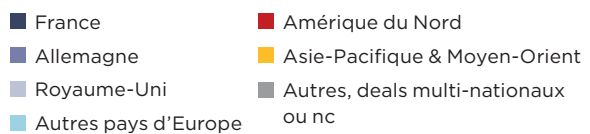
Il est toutefois important de noter que le repli domestique du marché français a été essentiellement vérifiable au premier semestre 2023 et que le second semestre a vu les investisseurs internationaux reprendre un peu des couleurs. Si ce phénomène se vérifie au cours des prochains mois, il constituera un élément favorable à l'évolution de l'activité sur le marché de l'investissement. Le repli des acheteurs sur leur pré carré ne signifie pas que le marché français soit sorti du radar des investisseurs internationaux. Simplement ceux-ci sont beaucoup plus prudents et exigeants et ils font parfois le choix d'aller ailleurs qu'en France.

Parmi ceux qui sont encore là, il y a eu un réel turn-over. L'acquisition par le Suédois Ingka Centres d'Italie 2 et d'Italik ainsi que de l'immeuble de bureau attenant (Apollo), est symptomatique de l'explosion de la part des investisseurs européens autres qu'allemands et britanniques.

Concernant ces deux dernières nationalités, la quasi-disparition des acquisitions générées par les investisseurs d'outre-Rhin, challengés sur leur marché d'origine et affectés par la décollecte, se confirme. Leur part tombe à 1% des volumes investis. Les Britanniques résistent mieux, avec une part de marché de 5%. Celle-ci doit beaucoup à l'acquisition de la tour Sequana à Issy-les-Moulineaux, pour plus de 450 millions d'euros, et à celle du portefeuille logistique Daisy.

Les Nord-américains, très présents jusqu'à l'année dernière, se font plus discrets. Obéissant souvent à une logique opportuniste, ils embrassent l'Europe dans sa globalité et considèrent que ce n'est pas sur le marché français que le « repricing » est le plus intéressant. Ils demeurent néanmoins présents, en particulier sur le segment Value add, sur les actifs de services et ceux de logistique.

Graphique 8 :
Origine des fonds investis en France



Source : Savills France

Taux de rendement : Vers le juste prix

Ca bouge encore, mais de moins en moins. Sur le front des rendements immobiliers, la remontée de certains taux s'est poursuivie au quatrième trimestre 2023. Cela a par exemple été le cas pour le Prime bureaux. Cette progression est toutefois modeste lorsqu'on la compare aux ajustements violents qu'a connu le marché français depuis plus d'un an. En outre, elle n'est pas uniforme sur le territoire et suivant les classes d'actifs. Tout se passe comme si le nouvel étalonnage de valeurs, sur la base duquel repartir de l'avant, était en passe de s'imposer. Les taux de rendement seraient alors en phase de stabilisation.

Légèrement, certes, mais ils ont encore augmenté en fin d'année 2023 : les taux de rendement Prime ont gagné 25 points de base au quatrième trimestre, au moins pour les actifs de bureaux et ceux de logistique, localisés en Ile-de-France. Le taux Prime bureaux dans le QCA parisien se situe désormais autour de 4,25%, voire 4,50% pour les gros volumes. Il est donc encore trop tôt pour affirmer que le marché de l'investissement immobilier a enfin retrouvé sa boussole au travers de valeurs et de taux de rendement faisant consensus. Reste qu'au vu de la violence et de l'ampleur du changement de paradigme qu'a connu le marché en un peu plus d'un an, les derniers ajustements apparaissent très réduits et font figure de soubresauts.

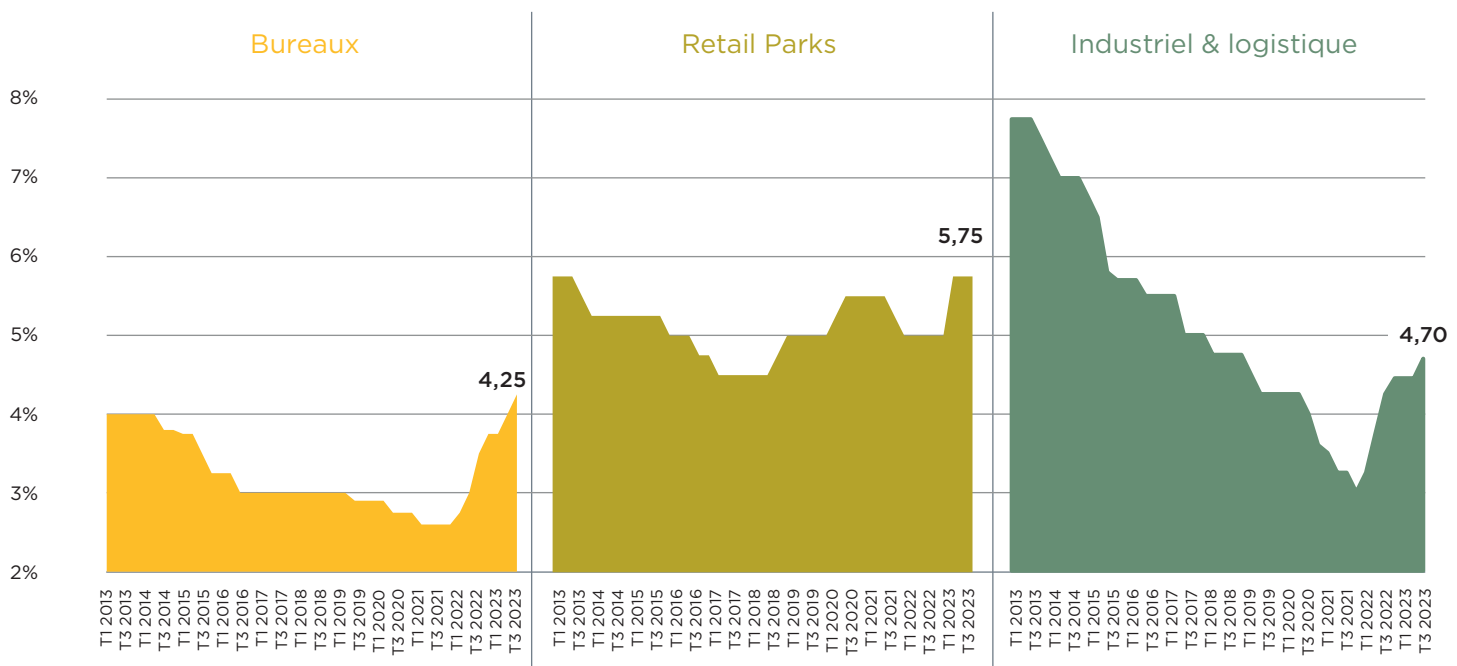
Au total, le second semestre 2023 s'est singularisé par une accalmie susceptible de combler le fossé qui n'avait cessé de se

creuser pendant les 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. Le fait qu'il se réduise serait incontestablement de bon augure.

Attention toutefois : ce qui est vrai pour le QCA ne se vérifie pas partout ailleurs. Certains secteurs ont ainsi continué à voir leur taux de rendement Prime progresser davantage, avec une hausse de 50 points de base au quatrième trimestre 2023. C'est le cas de nombre de secteurs géographiques de périphérie, à l'image de la Boucle Sud (désormais à 6,50%), de La Défense (7,00%), de Péri-Défense (7,50%) ou des secteurs de Première Couronne (qui s'échelonnent de 7,00 à 7,50%).

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



Source : Savills France

Paris 18-19-20 connaît une progression similaire, confirmant qu'aux yeux des investisseurs, ce marché relève davantage de la périphérie que de la ville centre.

Le différentiel de valeur géographique continue donc de se reconstituer progressivement. En un an, le différentiel entre le taux Prime du QCA et celui du Croissant Ouest s'est accru de 88 points de base. Dans le même temps, il progresse de 100 points de base avec La Défense et de 108 points de base avec la Première Couronne.

Les régions connaissent également une évolution différente. Un temps abritées par le phénomène de remontée des taux, elles ont connu un rattrapage au second semestre 2023. Le taux Prime bureaux s'établit par exemple à 5,50% à Lyon, en nette progression de 170 points de base en un an. Il faut rajouter 25 points de base à Lille et Bordeaux, avec un taux Prime de 5,75%, pouvant monter à 6,00% selon le profil de l'immeuble.

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. Les investisseurs s'inscrivent résolument dans un marché de recomposition des risques et de la mathématique des taux, prenant en compte l'obsolescence et la durabilité de l'actif, les fondamentaux économiques et le potentiel de reconversion.

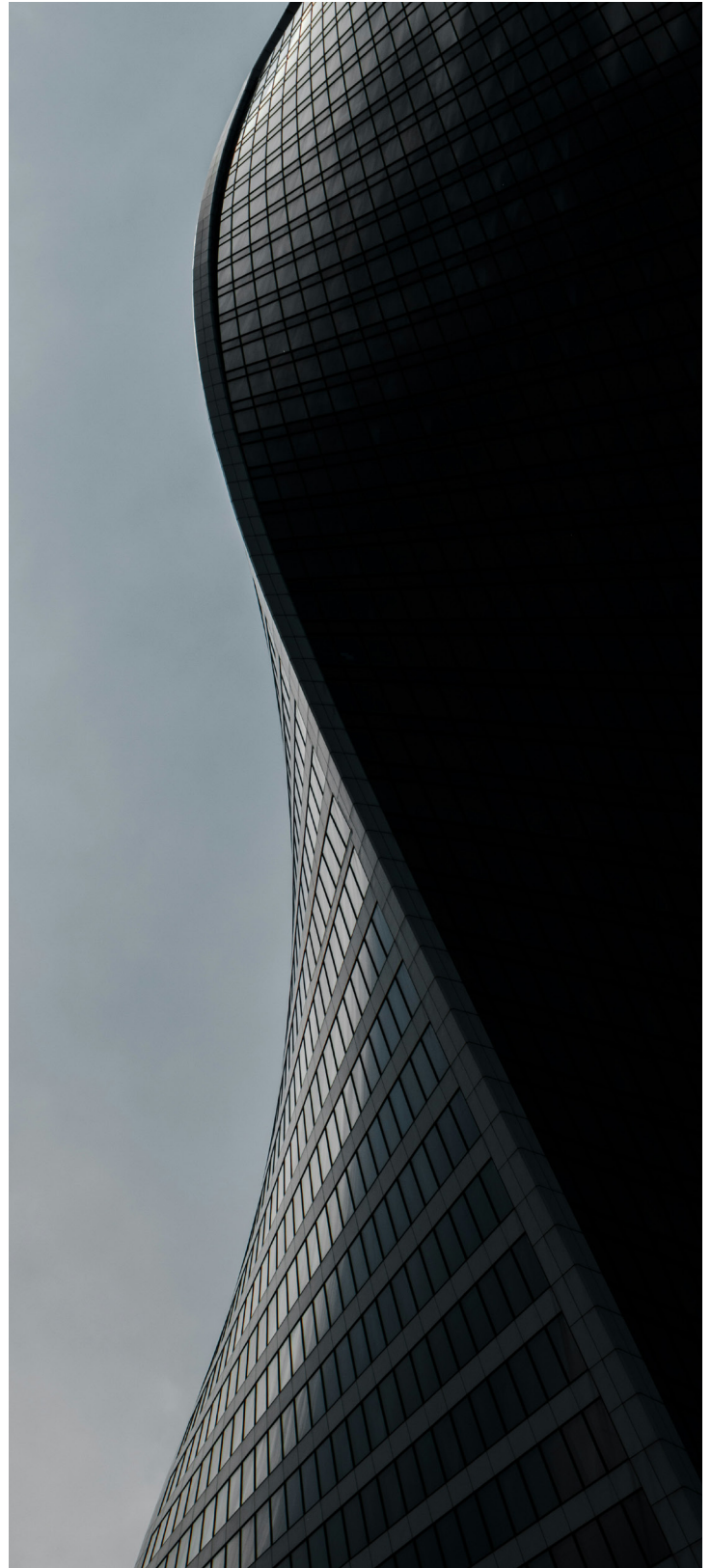
Alors que les interrogations s'accroissent quant à la pérennité des loyers, la valeur métrique des immeubles redevient un critère important, notamment pour les actifs loués à des prix élevés. Il en résulte une hétérogénéité grandissante des valorisations et des rendements. Arrêter une valeur pour un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

En dehors du compartiment bureaux, l'évolution des taux de rendement est également contrastée.

Pour les actifs industriels et logistiques, le taux Prime s'établit à la fin 2023 entre 4,65 et 4,75% pour les entrepôts de classe A en Ile-de-France, en hausse de 40 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 / 5,05% dans les Hauts-de-France (Lille) à 5,45 / 5,50% 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 tout au long de l'année, à 5,50%. Il a par contre encore progressé de 25 points de base au quatrième trimestre pour les commerces en pied d'immeuble parisiens (+75 points de base sur l'année) et s'établit désormais à 4,00%, sachant que ce taux Prime ne concerne qu'un nombre restreint d'actifs. Sur les cellules plus banalisées, le taux s'établit davantage aux alentours de 6,25%.

Le taux Prime observé pour les retail parks n'a pas bougé en fin d'année, restant établi à 5,75%. La progression annuelle de +75 points de base avait été actée dès le premier semestre 2023.



© Sasha Yudaev / Unsplash

Perspectives : Veillée d'armes

Les nouvelles n'ont pas été bonnes. Et pourtant, au moment de dresser le bilan de 2023 et les perspectives à court et moyen termes, il y a quelque chose d'imperceptible qui se lève et s'insinue : l'espoir. L'espoir que le pire est derrière nous. L'espoir de retrouver de l'allant et une dynamique.

Rien d'irrationnel ou de mystique là-dedans. Non, juste l'examen cartésien des faits : de l'environnement financier dans lequel s'inscrit le marché de l'investissement aux moteurs de la demande, en passant par ceux de l'offre, plusieurs signaux positifs se dessinent. Ils sont encore fragiles certes mais ils ont l'immense mérite d'être là et de faire du bien alors que s'ouvre une nouvelle phase du marché de l'investissement.

Demande : Partout l'inflation recule, au prix de la raréfaction et du renchérissement du crédit. Mais partout, les conséquences ne sont pas les mêmes sur les économies. Si le ralentissement est réel en Europe, il ne se vérifie pas aux Etats-Unis. Les chiffres parus en début d'année 2024 sur les créations d'emplois et la progression des salaires outre-Atlantique ont surpris par leur vigueur. Ils pourraient encourager la Fed à retarder et / ou à modérer les baisses attendues pour ses taux directeurs. Comme le tempo en la matière est donné Constitution Avenue à Washington, siège de la Fed, cette prudence est susceptible d'influer sur la stratégie de la Banque centrale européenne (BCE).

La première baisse des taux n'est plus guère espérée avant la fin du premier semestre 2024. Le recul devrait ensuite être limité tout au long du second semestre. C'est d'autant plus vrai que les facteurs inflationnistes exogènes perdurent, à l'image des incertitudes politiques, de l'instabilité internationale ou des conflits armés.

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 – et un peu seulement.

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 en 2024 que pendant l'année écoulée peut être anticipé, avec une marge de croissance essentiellement concentrée sur la fin du second semestre.

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 pousser les feux sur la diversification, qui est une des tendances fortes du marché.

L'intérêt pour les actifs alternatifs aux bureaux devrait en effet rester grand. Ce devrait notamment être le cas pour toutes les réponses à la crise du marché résidentiel, à commencer par le BTR (build to rent)², les résidences gérées ou le coliving. Mais cela peut aussi être le cas pour les programmes industriels ou d'activités, qui s'étaient fait damer le pion par les entrepôts depuis plusieurs années et qui, avec le courant de réindustrialisation, sont susceptibles de retrouver de l'allant.

Le compartiment des bureaux n'échappera pas non plus à la diversification. Elle devrait en l'occurrence prendre une dimension géographique. Jusqu'à présent, les investisseurs se sont concentrés sur le cœur des grandes agglomérations. C'est tout particulièrement vrai en Ile-de-France. Or les évolutions en cours sur le marché locatif, avec une plus forte contrainte financière des utilisateurs et un possible regain d'activité sur des emplacements à bonne attractivité prix, sont susceptibles de relancer l'intérêt pour certains marchés de périphérie. Pas tous évidemment : ne seront ciblés que les emplacements disposant d'une bonne desserte en transports en commun, autorisant une liaison facile et rapide avec le cœur de la ville centre, et ceux offrant par ailleurs un bon contexte sécuritaire. Tissu commerçant et une vie de quartier séduisants sont un plus incontestables.

De telles destinations sont essentiellement situées à l'ouest et au sud de Paris.

A cet égard, il est quand même important de rappeler que l'Ile-de-France est en passe de connaître une mue majeure avec l'ouverture, dès cette année, des premières gares du Grand Paris Express, notamment celles de la ligne 14. Le champ des possibles géographiques s'ouvrira donc progressivement – sachant qu'en la matière, le marché constate plus qu'il n'anticipe.

Toutes ces formes de diversification ne priveront pas le bureau Core de sa légitimité. Il est toutefois probable que la redéfinition du segment Core, déjà largement engagée en 2023, 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 : Dans le contexte de marché qui a prévalu en 2023, l'offre s'est faite rare. Les actifs retirés de la vente et les cessions avortées ont été nombreuses en raison du malthusianisme de nombreux propriétaires, qui ont considéré les conditions de vente comme inacceptables. Leur volonté était simple : préserver la valorisation de leur patrimoine et espérer un retour à un environnement plus favorable une fois le pic de la crise passé. Il n'est pas exclu que cette tendance se poursuive en 2024, surtout si se confirment les hypothèses de tassement des taux directeurs et de facilitation du crédit, avec leurs répercussions probables sur les rendements.

Toutefois, tous les propriétaires ne seront pas en mesure d'attendre la fin 2024 afin

² Actifs résidentiels achetés afin de les louer sans logique de revente à court ou moyen terme

de vérifier la réalité d'un retour à meilleure fortune. Certains d'entre eux n'auront en effet pas d'autre choix que de reprendre, dès le premier semestre, les cessions.

Il y a plusieurs raisons à cela. D'abord parce qu'en défendant à toutes forces 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 depuis trois mois entre 2,4 et 2,8%, 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 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 entraînera donc inmanquablement une augmentation des cessions d'actifs à revaloriser.

L'offre devrait donc être moins contenue en 2024 qu'elle ne l'a été jusqu'ici. C'est d'autant plus vrai que la peur d'une chute des valeurs de cession entraînant celle des valeurs d'expertise a de moins en moins de raison d'être : la valorisation des patrimoines a d'ores et déjà acté une partie de la baisse.

Prix et rendements : En un peu plus d'un an, le marché français a acté une hausse significative des taux de rendement. Alors que s'ouvre l'année 2024, cette hausse est-elle appelée à perdurer ou bien faut-il s'attendre à une stabilisation, voire à une baisse ?

Beaucoup dépendra de l'évolution des taux obligataires et du spread de rendement offert

par le compartiment immobilier. Ce dernier est d'ores et déjà significativement remonté en fin d'année 2023. Au terme du quatrième trimestre, il s'établissait en effet à 159 points alors qu'il avait oscillé entre 75 et 81 points depuis le début de l'année.

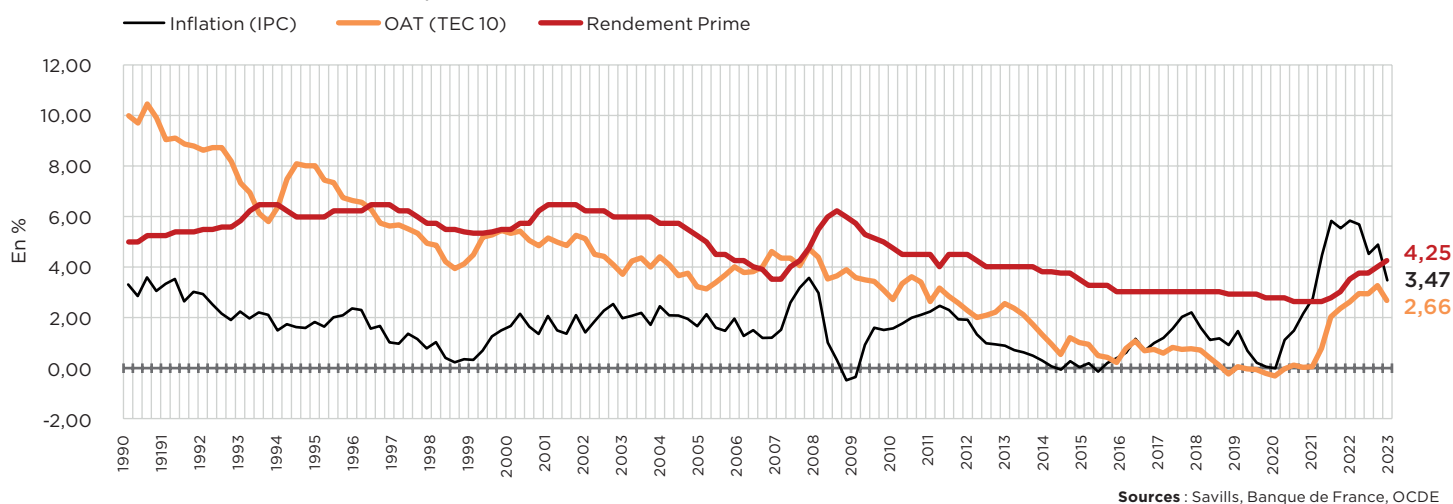
L'attractivité des placements immobiliers est donc en train de se reconstituer. Elle est néanmoins encore nettement inférieure à sa moyenne décennale, qui lui accorde un avantage de 228 points sur l'OAT. Ce spread devrait donc continuer de croître : il est probable qu'il puisse le faire au cours des prochains mois par la seule « magie » de la baisse des taux obligataires, sans que de nouvelles hausses des rendements immobiliers soient nécessaires.

Notre hypothèse centrale est donc celle d'une stabilisation, dans l'immédiat, des taux de rendement immobilier.

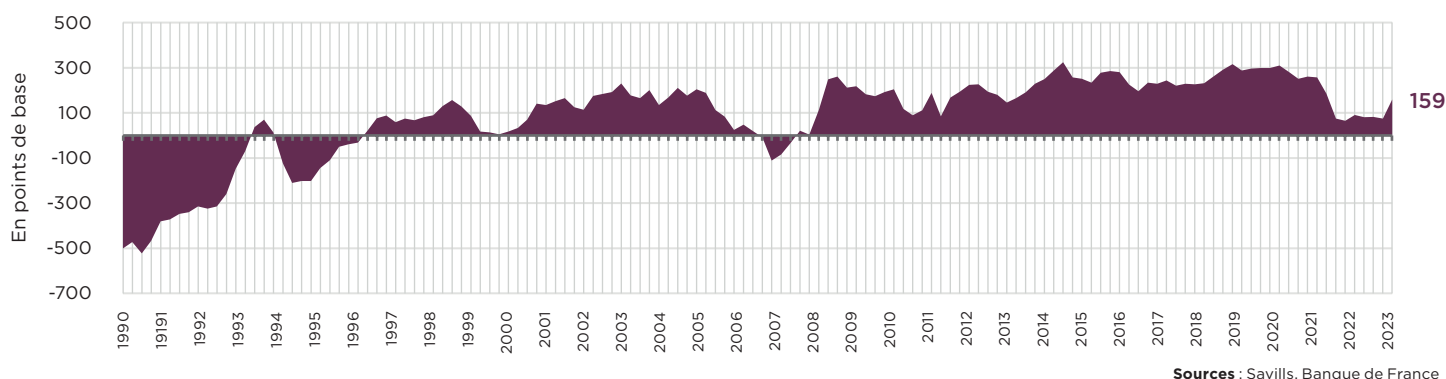
De telles conditions seraient favorables à une reprise de l'activité sur le marché de l'investissement à moyen terme – avec une anticipation d'un volume investi légèrement supérieur en 2024 par rapport à celui de l'année précédente.

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

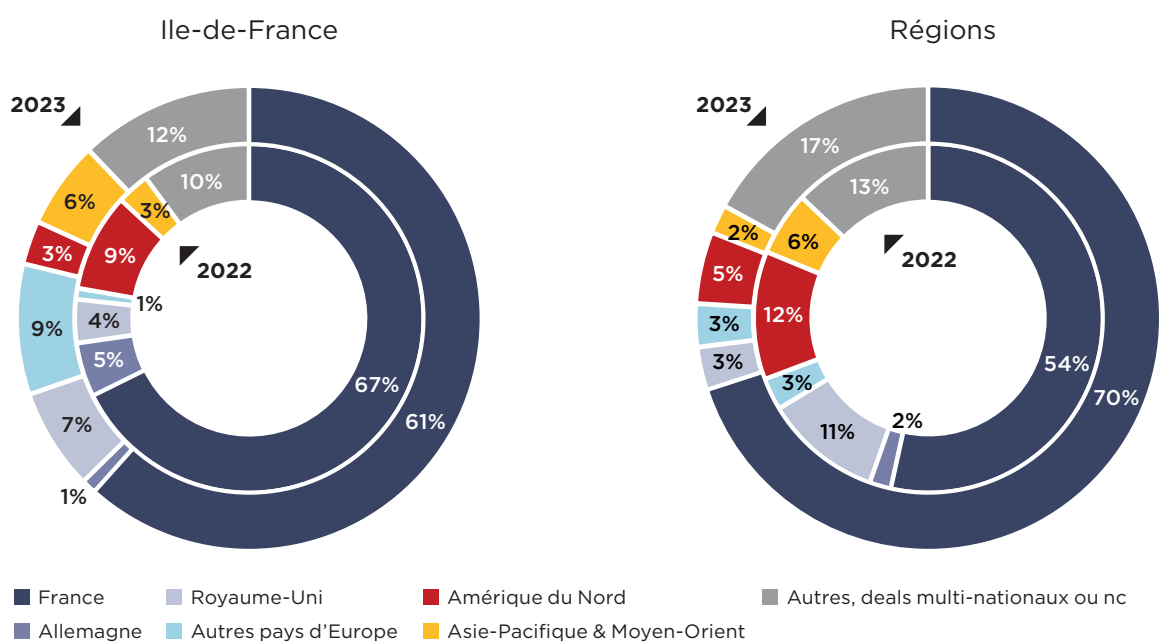


France : Spread OAT 10 ans / Taux Prime Bureaux



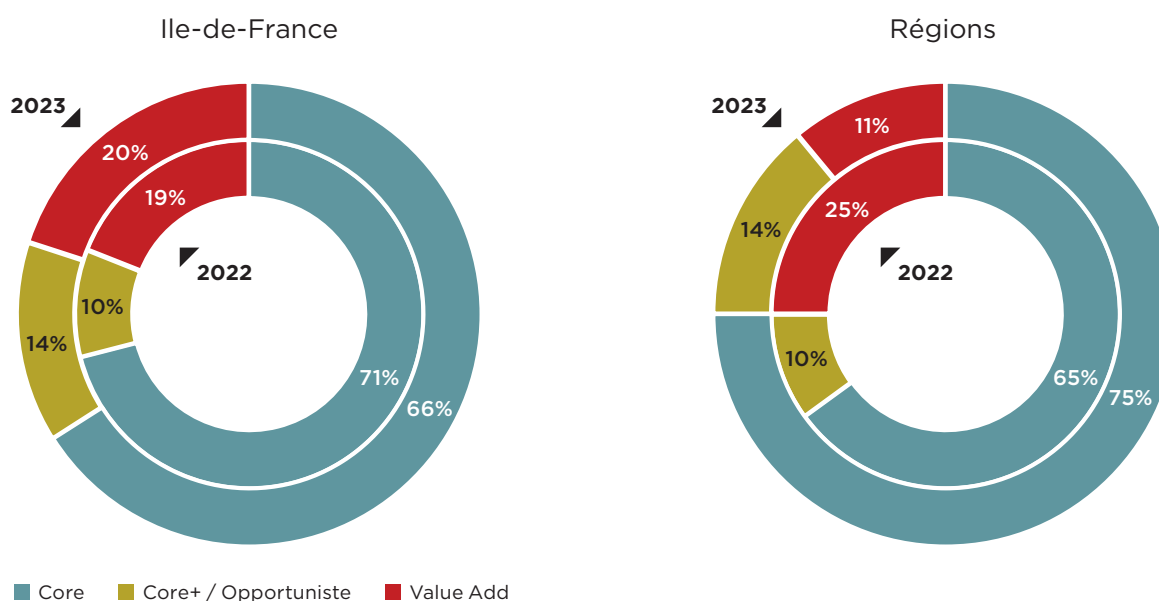
En images : l'Ile-de-France & les marchés régionaux

Graphiques 12 & 13 : Origine des fonds investis



Source : Savills France

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



Source : Savills France



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

Boris Cappelle

Head of Savills France
+33 6 11 18 38 83
bcappelle@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 ©Ashley Whitlatch / Unsplash