

Spotlight T4 2022

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 marché français de l'investissement en immobilier d'entreprise se maintient à de hauts niveaux d'activité, avec un volume de près de 28 milliards d'euros en 2022. Le rythme a toutefois été fracturé, avec un très brusque ralentissement observé en fin d'année.
2. Jamais le marché français n'aura été autant diversifié en termes de classes d'actifs. Pour la première fois, la part des bureaux représente moins de la moitié des volumes investis dans l'Hexagone (49%).
3. Les actifs retail réalisent une performance remarquable, toutefois gonflée par quelques méga-deals atypiques. Seul le segment des retail parks dispose aujourd'hui d'une réelle profondeur de marché.
4. Malgré les interrogations liées aux changements macro-économiques et à l'intégration, dans la vie des immeubles, des contraintes environnementales et des démarches ESG, les investisseurs continuent d'être séduits par les actifs bureaux permettant de développer une stratégie « manage-to-core ».
5. Les régions confirment leur montée en puissance dans les volumes investis, usant de leurs nombreux atouts : diversité d'actifs, résilience du marché locatif pour les immeubles de qualité, faible volatilité des loyers, taille des actifs plus réduite et rendements plus élevés qu'en Ile-de-France.
6. Une nouvelle architecture des taux de rendement se met en place, avec une décompression accélérée au quatrième trimestre 2022. Pour le bureau Core, le couloir des taux s'est élargi, passant d'une fourchette de 3,00 à 4,00% pour se diriger vers une fourchette de 3,50/3,75 à 6,00% en Île-de-France - élargissement lié également à un durcissement des critères de définition de cette catégorie.
7. Ces ajustements en cours augurent d'une meilleure résistance que par le passé du marché français face au retournement de conjoncture et, surtout, d'une accélération de sa capacité de rebond à court et moyen termes.

Contexte Economique: Avis de Perturbation

Si la résilience de l'économie française a plutôt surpris dans le contexte morose de 2022, avec une activité en progression de 2,6%, la situation se tend très clairement. L'année 2023 s'annonce en effet nettement plus fraîche. Avec une croissance internationale qui devrait être, selon la Banque Mondiale, parmi les plus faibles des 30 dernières années, dont seulement +0,5% pour les économies avancées, le PIB français pourrait ne progresser que de 0,3%. Ce sont en tous cas les dernières prévisions de la Banque de France. Certes l'Hexagone échapperait à la récession qui était redoutée il y a peu, mais le ralentissement est sévère. La reprise n'interviendrait qu'à horizon 2024, avec un timide 1,2% attendu.

Avec une croissance aussi faible, la situation de l'emploi devrait se dégrader. Alors que le taux de chômage est redescendu à un niveau historiquement bas à la fin 2022, la Banque de France anticipe sa remontée de 7,3% actuellement à 7,7% fin 2023 (au sens du Bureau International du Travail). La remontée serait limitée mais marquerait une rupture après deux années de baisse continue.

Cette croissance en sous-régime devrait diminuer la demande et donc favoriser une modération des prix, notamment pour les matières premières et l'énergie. Le taux d'inflation a d'ailleurs légèrement décliné au quatrième trimestre 2022, pour s'établir à 5,9% en tendance annuelle pour la France en 2022 (on était à 6,2% en octobre 2022). Pourtant, il est tout sauf évident que l'économie française et ses voisines en aient fini avec la poussée inflationniste. Les tensions sur les prix se sont en effet propagées à l'ensemble des biens et des services. L'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) n'a ainsi, contrairement à l'indice des prix général, pas baissé en fin d'année dernière. La Banque de France n'exclut donc pas un pic d'inflation au premier semestre 2023, avant une accalmie qui permettrait au taux d'inflation de redescendre aux alentours de 4% en fin d'année. Au global, l'inflation en rythme annuel resterait en 2023 à un niveau proche de celui de 2022.

Une telle appréhension n'est pas une marotte de la Banque de France. Elle est partagée par la plupart des banques

centrales, qui ont placé l'inflation au centre de leurs préoccupations et ont sorti l'artillerie lourde pour la combattre. La Banque Centrale Européenne a par exemple une nouvelle fois relevé son taux directeur de 50 points de base en décembre 2022 (après l'avoir déjà remonté de 75 points de base en septembre, puis en octobre). En moins d'un an, le taux directeur de la BCE a ainsi gagné 250 points de base, faisant remonter le taux d'intérêt des principales opérations de refinancement à 2,50%.

Leur but est de refroidir la machine en renchérissant l'accès au crédit, tant pour les particuliers que pour les entreprises. Le jeu est délicat, le risque étant de gripper durablement les économies en limitant leur capacité de rebond et, dans le cas européen, de fragmenter la zone euro - risque qui augmente si les rendements des obligations souveraines à l'intérieur de la zone commencent à s'écarter trop. Une situation que la zone euro a déjà connue lors de la crise des dettes souveraines au début des années 2010 et dont il avait été particulièrement difficile de s'extraire. Reste qu'entre ce péril potentiel et le risque immédiat de l'inflation, les banques centrales ont établi leur priorité. Le resserrement de la politique monétaire devrait donc se poursuivre avec, à la clé, de nouvelles hausses des taux directeurs. Quand et de combien ? « A un rythme pragmatique... » a répondu François Villeroy de Galhau, gouverneur de la Banque de France, lors d'une audition devant le Sénat en janvier 2023. Autant dire que l'avenir n'est jamais complètement écrit.

	2022	2023	2024	2025
PIB	2.6%	0.3%	1.2%	1,8%
Inflation (IPCH)	6.0%	6.0%	2.5%	2.1%

Source: Banque de France, décembre 2022

Volumes Investis : Une Bonne Tenue Qui Cache Une Fracture

A un cheveu ! Le marché français de l'investissement en immobilier d'entreprise frôle la barre des 28 milliards d'euros d'engagement, qui n'a été franchie que trois fois et qui constitue un repère d'autant plus important que c'est aussi le volume moyen d'activité au cours de la dernière décennie. Au terme de l'année 2022, le marché français s'établit précisément à 27,8 milliards d'euros.

Il a par ailleurs pu témoigner de sa profondeur puisque le montant global de l'investissement s'est réalisé au travers de plus de 600 transactions, en hausse de 14% par rapport à 2021 : il n'y a pas d'effet loupe, lié à la concrétisation d'un méga-deal qui ne serait qu'un épiphénomène.

Le volume global d'activité est donc tout à fait honorable d'un point de vue historique et représente une quasi-stabilité par rapport aux résultats enregistrés en 2021. Cette photo au finish est toutefois trompeuse.

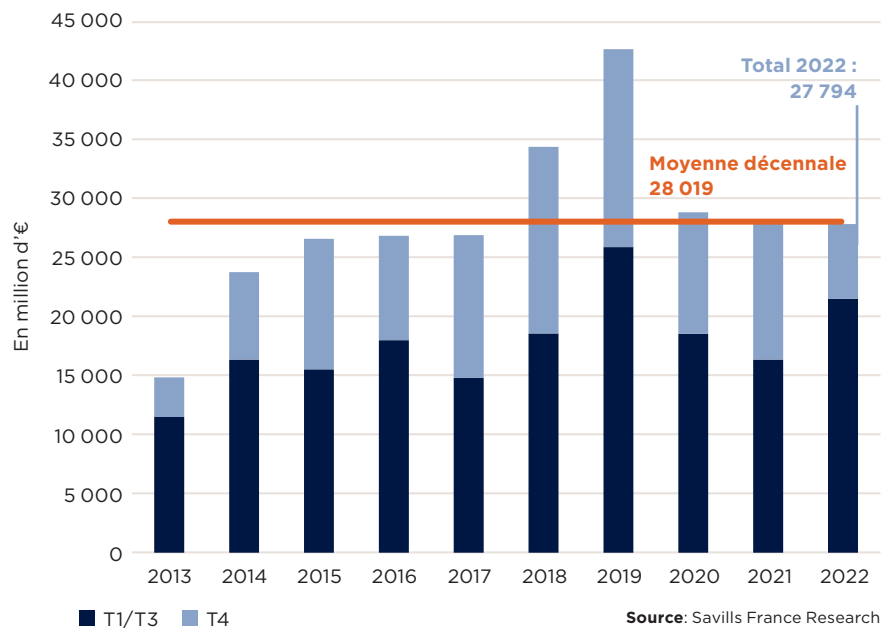
L'année 2022 aura en effet été tout, sauf homogène. Le marché a très bien tenu tout au long du premier semestre. Le cours des choses s'est dégradé à l'été. Si le troisième trimestre est resté favorable, c'est parce qu'il s'est apparenté à un faux nez, porté par le dynamisme préalable. Le point de rupture est ensuite devenu clair au quatrième trimestre.

Alors que les trois derniers mois de l'année sont traditionnellement une période de forte activité, avec le closing de nombreux deals initiés préalablement, cela n'a pas été le cas l'année dernière. Le quatrième trimestre s'est au contraire traduit par une baisse sensible du rythme d'activité. D'octobre à décembre 2022, le volume investi en France s'est limité à 6,3 milliards d'euros, soit le plus mauvais résultat depuis 2013 pour un quatrième trimestre. Il est en baisse de 45% par rapport à la même période de 2021.

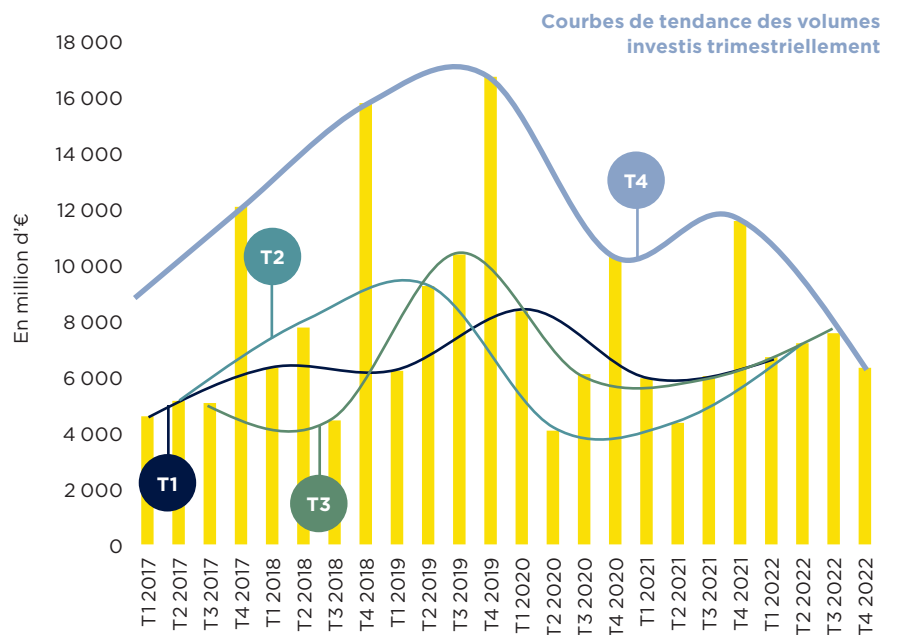
Deux positions se font face : celle des acheteurs qui spéculent sur l'ajustement à la baisse des prix de cession ; celle des vendeurs, qui se montrent frileux et limitent le nombre de cessions potentielles. Les délais de conclusion des deals s'allongent et le marché devient malthusien.

Autre caractéristique notable du marché français en 2022, qui témoigne de la tendance des investisseurs à recentrer leur recherche sur des actifs de plus petite taille : les évolutions contradictoires des volumes enregistrés par tranches de montants

Graphique 1 : Volumes investis en France



Graphique 2 : Courbes de tendances des volumes investis trimestriellement





© Andri Klopfenstein / Unsplash

unitaires des transactions. Les deux bouts du prisme en sont la parfaite illustration :

- les montants placés au travers de cessions de moins de 20 millions d'euros sont en hausse de 29% en volume (le nombre de transactions progresse également, avec 317 signatures en 2022 contre 220 l'année précédente) ;
- ceux placés via des montants de plus de 500 millions d'euros régressent au contraire de 44% en volume. Il n'y a eu que deux transactions seulement (contre quatre en 2021) – transactions qui portent sur des actifs exceptionnels et ne reflètent donc pas une tendance de marché.

Au centre, les volumes investis dans la tranche 100 à 200 millions d'euros progressent significativement (+25%), avec 58 transactions contre 46. Cette dernière tranche concentre 28% des montants totaux investis, s'affirmant comme la principale sur le marché français.

Tous les autres segments sont en recul, de -6% entre 20 et 50 millions, de -22% pour celui compris entre 50 et 100 millions d'euros et, enfin, de -6% entre 200 et 500 millions.

Le centre de gravité du marché français a glissé vers le bas, avec un montant moyen par transaction qui est passé, en un an, de près de 52 millions d'euros à 45 millions. Il est important de noter que ce glissement ne trouve pas son origine, au moins pour le moment, dans une baisse de la valeur métrique des actifs cédés. Si le montant moyen des transactions a baissé, c'est qu'un nombre croissant d'investisseurs se sont positionnés sur des immeubles plus petits ou des emplacements moins chers et, enfin et surtout, sur des actifs alternatifs aux bureaux.

Actifs Achetés : A Chacun Sa Nouvelle Frontiere

Bureaux : Jamais le marché français de l'investissement n'a été aussi diversifié. Les actifs de bureaux ont en effet représenté en 2022, pour la toute première fois, moins de la moitié des volumes investis en France. Les investisseurs ont poursuivi leur volonté de réduire leur exposition sur les bureaux, en la calquant sur le schéma d'installation des utilisateurs sur des quartiers centraux. En parallèle, ils sont partis explorer de nouveaux horizons.

Les immeubles de bureaux restent certes la principale classe d'actifs mais leur quote-part pour 2022 (49%) est à rapprocher des 63% qu'ils représentent dans les volumes investis sur l'ensemble de la décennie. Cette perte relative d'importance a été initiée il y a plusieurs années mais elle s'est clairement accélérée en 2022 : les immeubles de bureaux restaient encore solidement arrimés au-dessus de la moitié des volumes investis en 2021 (54%).

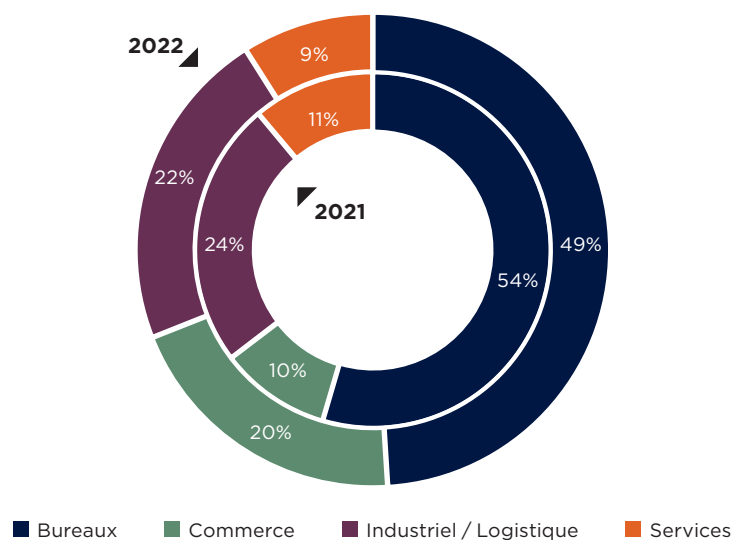
Les actifs de bureaux ne sont pas seulement en perte de part relative. Ils baissent également en volume : 13,6 milliards d'euros ont été placés au travers de l'acquisition de surfaces de bureaux en France en 2022, contre 15,2 l'année précédente. La décre est de 11%.

Le segment vedette, celui des actifs Core, conserve sa prééminence. Il a concentré 72% des volumes investis en bureaux en 2022. Toutefois, les acquéreurs se montrent plus sélectifs avant de reconnaître à un immeuble la qualité de Core. Certains actifs ont ainsi été retirés de la vente ou des cessions potentielles ont été repoussées dans l'attente de meilleurs lendemains.

Le Value Add tire son épingle du jeu, sa quote-part passant de 15 à 18% des montants investis en bureaux. Cette résistance est contre-intuitive dans la mesure où, en plus des coûts de financement, cette catégorie d'actifs est potentiellement affectée par l'augmentation des capex, l'intégration des contraintes du décret tertiaire et des démarches ESG et, enfin, par les incertitudes quant à l'activité économique à venir. Dynamisé par la forte collecte des fonds Value Add, ce segment a toutefois su évoluer, se recentrant sur des actifs répondant aux conditions du marché des utilisateurs. Les acquéreurs témoignent également, par leur engagement, du potentiel réservé par les changements d'usage. Quoiqu'il en soit, ce succès relatif du Value Add n'aura pas été suffisant pour compenser le recul observé dans l'investissement en bureaux.

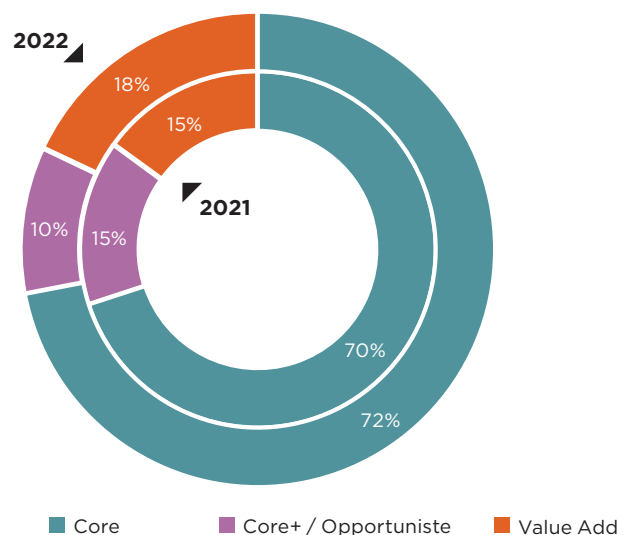
Commerce : A qui a profité cette érosion ? Le grand gagnant est le segment des actifs de commerce. Ils ont attiré 5,6 milliards d'euros en 2022 contre moins de 3 un an plus tôt, affichant une hausse de 92% en moyenne. Le retail a ainsi vu sa quote-part dans les montants investis en France passer, en un an, de 10 à 20%. C'est un véritable retour en force qui s'explique,

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



Source: Savills France Research

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



Source: Savills France Research

en partie, par le fait que les investisseurs ont été rassurés par la capacité de réinvention et d'adaptation d'enseignes ayant traversé une période difficile et, aussi, par la résilience de la demande domestique et touristique en biens et services. Mais la principale raison de ce succès est à chercher ailleurs, dans la décompression des taux de rendement offerts par les acquisitions d'actifs de commerce. Cette décompression a eu lieu bien plus tôt que pour les autres types d'actifs et a donc rétabli leur attractivité. L'appel d'air a été d'autant plus fort que le contexte inflationniste et le renchérissement des coûts du crédit ont incité à la recherche de rendements plus élevés.

De façon plus détaillée, les retail parks se sont placés au cœur de l'investissement en actifs de commerce. Ils ont surfé sur un succès initié il y a quelques années, reposant sur leur attractivité commerciale auprès de la clientèle et des enseignes, leur compétitivité en termes de coûts de fonctionnement et leur valorisation unitaire, qui se fait sur des montants souvent inférieurs à 50 millions d'euros (hors cession de portefeuilles) dont le financement est généralement aisé. Les retail parks ont ainsi concentré près de 2,1 milliards d'euros, au travers de 60 transactions. Ils s'affirment comme la principale catégorie du marché du commerce, progressant de 50% en volume.

Les deux autres catégories d'actifs retail, les commerces de centre-ville et les centres commerciaux, qui avaient à l'inverse des retail parks considérablement pâti de la crise sanitaire, ont connu un retour en grâce apparent en 2022, avec une progression respective de 127% (2 milliards d'euros) et de 136% (1,5 milliard d'euros) des volumes investis. Ces segments ne jouissent toutefois pas d'une profondeur aussi importante que les retail parks : leur succès doit beaucoup à la concrétisation d'un nombre réduit de méga-deals, portant sur des actifs exceptionnels et donc peu représentatifs. Le marché des pieds d'immeuble a, par exemple, été marqué par la quote-part commerce du portefeuille Dray et par l'acquisition du 144-150 avenue des Champs-Élysées, sans lesquelles il aurait plongé à des niveaux très faibles. Dans les faits, ce segment de marché est devenu marginal sur les actifs

banalisés à l'exception, sans doute, du potentiel réservé par les métropoles régionales dynamiques démographiquement, notamment sur l'arc Atlantique.

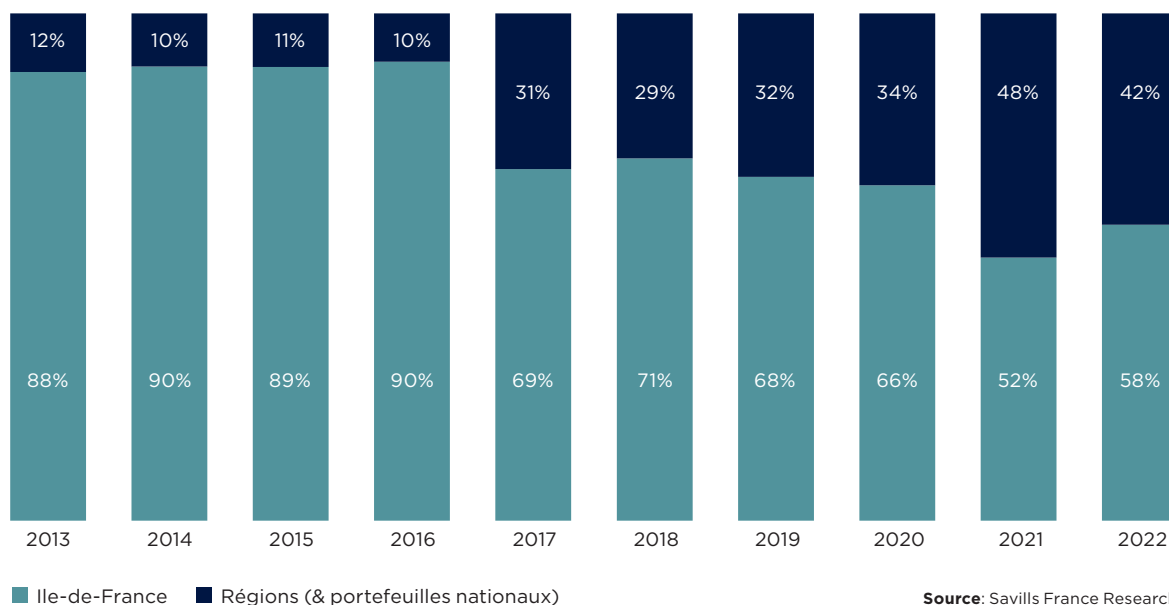
Industriel & logistique : Les actifs industriels et logistiques n'ont pas réédité leur exploit de 2021, lorsqu'ils avaient battu le record historique de volume investi. Ils refluent légèrement, passant de 6,7 à 6,2 milliards d'euros placés à l'échelle de l'Hexagone (-7%).

Un tel résultat constitue toutefois une performance. Le volume atteint en 2022 permet en effet de se hisser sur la deuxième marche du podium « industriel et logistique », sachant que la barre des 6 milliards d'euros n'a été franchie que trois fois en France. Cette catégorie d'actifs conserve ainsi, pour la deuxième année consécutive, un poids significatif dans le marché français de l'investissement (22% des volumes investis en France en 2022). Une telle réussite n'allait pas de soi dans la mesure où plusieurs utilisateurs, notamment d'entrepôts, ont réduit la voilure de leur développement au cours des derniers mois.

La performance est donc plus qu'honorable. Elle doit beaucoup aux entrepôts et à l'appétence que ces bâtiments suscitent chez les investisseurs, qui ont été encouragés par le réajustement précoce des taux de rendement et par l'effet de rente généré par les restrictions aux nouveaux développements en raison de la lutte contre l'artificialisation des sols. Les entrepôts ont ainsi attiré plus de 4,9 milliards d'euros en 2022 et ont donc trusté 80% des volumes investis en actifs industriels et logistiques.

Les surfaces industrielles restent encore un marché de niche (pour les bâtiments de grande taille de dernière génération) ou un compartiment trop souvent réduit à quelques parcs d'activités plus ou moins vieillissants en zone péri-urbaine. Les promesses de réindustrialisation de la France et de l'Europe peuvent permettre d'espérer un changement en la matière à court ou moyen terme et de trouver un nouveau relais de croissance.

Graphique 5 : Répartition géographique des volumes investis en France



Source: Savills France Research

Services : Les résultats des actifs de service (résidentiel géré, hôtellerie, etc.) sont nettement plus décevants. Ils frôlent, sans l'atteindre, la barre des 2,5 milliards d'euros en 2022, en recul de 22% par rapport à 2021.

Contrairement aux années précédentes, cette classe d'actifs n'a pas pu compter sur la cession de grands portefeuilles de résidences gérées (étudiantes ou pour seniors) ou d'actifs médicalisés. C'est avec ce type de transactions que les records passés se sont construits : il a fait défaut en 2022. La principale acquisition en résidence gérée (portant sur un programme de coliving et de logements étudiants à Cergy) dépasse tout juste les 100 millions d'euros. Outre l'absence de grands deals, cette classe d'actifs a été pénalisée par la rareté des opportunités d'investissement, traditionnellement concentrées sur les nouveaux développements. Ceux-ci pâtissent de la baisse significative des permis de construire observée depuis les dernières élections municipales. Le retentissement du livre enquête « Les Fossoyeurs » sur les pratiques de certains grands exploitants de résidences gérées à destination des seniors ont également pu susciter la prudence des investisseurs.

Le relai a par contre été pris par l'hôtellerie. Le retour de la fréquentation touristique (domestique et internationale) à des niveaux très élevés lors de l'été 2022 a rassuré les acquéreurs. Ces derniers ont également été séduits par les retours sur investissement particulièrement forts rendus possibles par l'augmentation du prix des nuitées et par la montée en gamme de l'offre. Les cessions d'hôtels se sont ainsi multipliées. Six d'entre elles dépassent un montant unitaire de 100 millions d'euros. Au total, l'hôtellerie a concentré 1,4 milliard d'euros en 2022, soit 58% des montants recensés pour les actifs de services.

Géographie : 2022 restera comme une année des régions – régions désignant tout le territoire métropolitain qui n'est pas situé en Ile-de-France. C'est certes un peu moins vrai qu'en 2021, puisque la quote-part des régions dans les volumes investis en France est redescendue à 42%, après être montée à 48% en 2021. Mais cela reste quand même le second meilleur résultat jamais observé pour les régions.

Il faut se souvenir que la part des régions n'a franchi pour la première fois la barre des 30% des volumes investis qu'en 2017. La tendance apparaît donc durable et ce d'autant qu'à la différence de ce qui s'est produit régulièrement au cours des dernières années, la part de l'Ile-de-France semble avoir été moins affectée en 2022 par la difficulté d'appréhender la quote-part francilienne dans les cessions de portefeuilles nationaux.

Ce succès des régions doit beaucoup à la montée en puissance des actifs alternatifs aux bureaux, souvent situés en dehors de l'Ile-de-France. Mais il doit aussi aux qualités intrinsèques des marchés régionaux, qui s'avèrent très résilients pour les actifs de qualité et qui ont une faible volatilité historique des loyers. Le spread avec l'OAT s'y est enfin maintenu à des niveaux plus élevés qu'en Ile-de-France, ce qui est devenu un argument de poids dans un marché désormais animé par l'obsession de la sauvegarde des rendements.



© Christian Tokoto / Unsplash

Origine des Fonds Investis : Redistribution des Cartes

La concentration du marché autour de l'activité des investisseurs domestiques est souvent la marque des périodes d'incertitude. Elle s'est vérifiée en 2022, avec une part des acheteurs français qui est repassée à 62%, contre 51% en 2021.

Cette forte prégnance des Français est assez logique dans la configuration de marché qui a prévalu en 2022, avec la réduction de la taille moyenne des deals, l'intérêt poussé pour les métropoles régionales et la recherche d'actifs alternatifs. Par leur présence et leur connaissance des spécificités locales, ils sont les mieux placés pour saisir ces opportunités.

Ils ont en outre bénéficié d'un avantage comparatif de taille dans la mesure où, si la collecte des fonds ouverts destinés au grand public est restée dynamique en France en 2022, cela n'a pas été le cas partout en Europe. Les fonds français avaient donc une forte marge de manœuvre dans l'Hexagone – comme, d'ailleurs, à l'international.

Cela ne signifie pas pour autant que le marché soit sorti du radar des investisseurs internationaux. Au contraire.

Les Nord-Américains sont par exemple restés présents, notamment sur les actifs retail et logistiques, et se sont saisis d'immeubles de bureaux au profil Value Add dans une perspective opportuniste. La configuration qu'a pris le marché au quatrième trimestre 2022 laisse penser que cette tendance est appelée à durer avec,

notamment, l'apparition possible de cessions initiées par les banques dont les lignes de financement arrivent à terme.

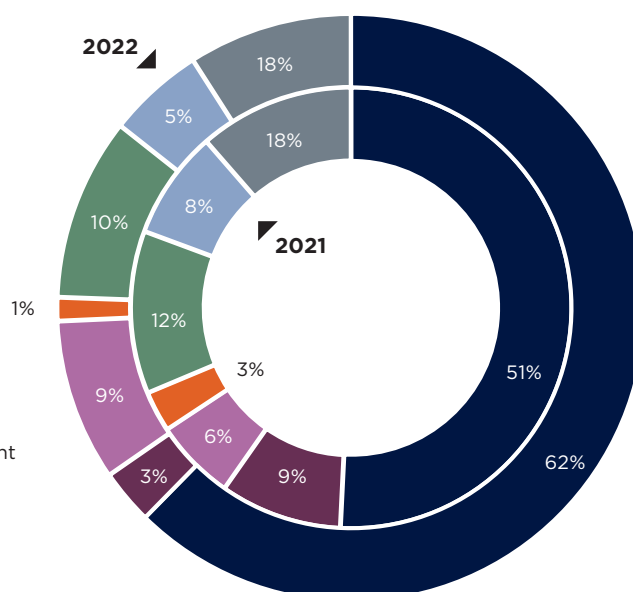
Moins enclins au risque et riches en equity, les fonds originaires de la zone Asie-Pacifique ont jeté leur dévolu sur les bureaux Core, au travers de deals souvent conclus ou largement engagés au premier semestre. Ils ont par ailleurs été très actifs en logistique, sous l'impulsion d'acteurs tels que GLP, Mastern ou Macquarie.

Enfin, les Britanniques ont réussi une poussée en 2022, avec une part de marché qui passe de 6 à 9%. Cette présence a été tirée par des acquisitions au montant unitaire important, à l'image de la tour Sequana à Issy-les-Moulineaux ou du « 2, place de Rio de Janeiro », en plein QCA parisien. Mais les investisseurs originaires du Royaume-Uni ne se sont pas limités à ces quelques méga-deals. Ils se sont en réalité positionnés sur tous les types d'actifs, de localisations et de profils de risque, témoignant par là d'une individualisation des stratégies d'investissement et de leur volonté de se saisir de toutes les opportunités qui se présentent.

Graphique 6 : Origine des fonds investis en France



Source: Savills France Research



Taux de Rendement : Une Nouvelle Hiérarchie Se Dessine

La rupture que nous évoquions au quatrième trimestre sur le marché de l'investissement trouve sa parfaite illustration dans l'évolution des taux de rendement. De même que l'argent facile et les taux d'intérêt nuls ou négatifs ont vécu, la compression des rendements est enterrée.

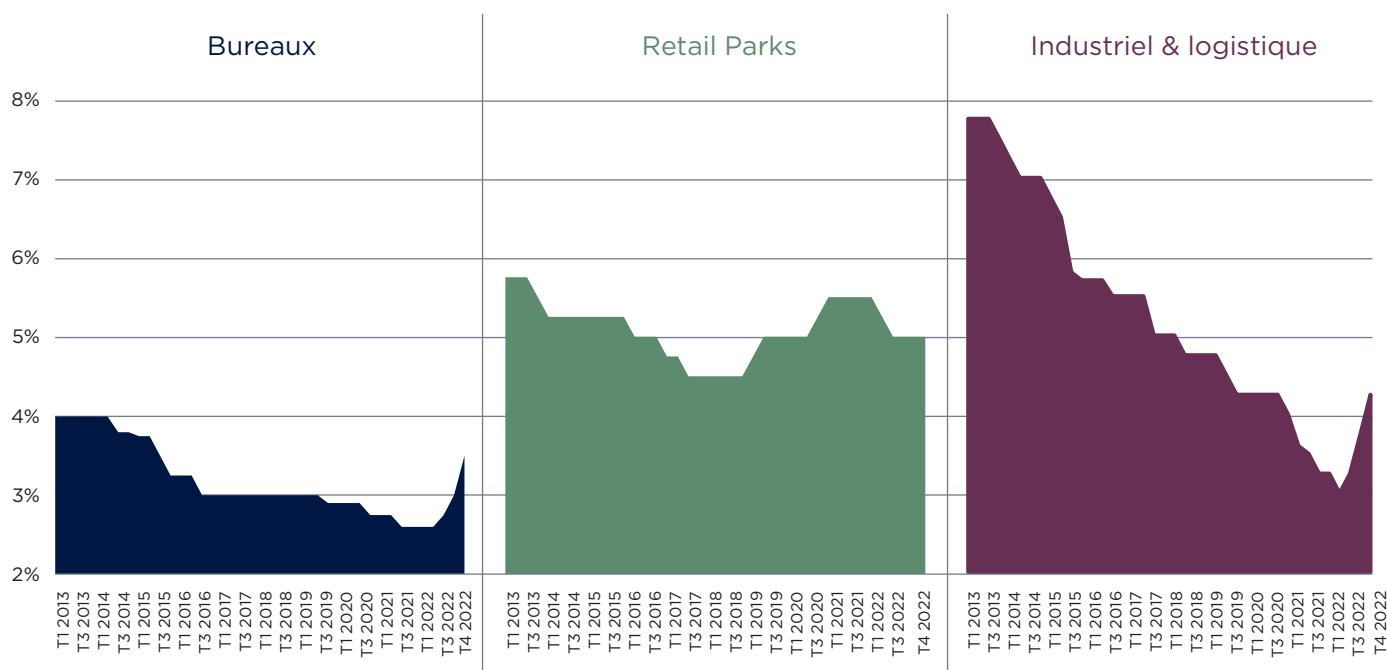
La remontée des taux Prime, qui avait été initiée dès le premier semestre 2022 pour les immeubles industriels et logistiques, se propage aux autres classes d'actifs et s'amplifie, avec une nette accélération en fin d'année. Elle a été encouragée par l'envolée du swap 5 ans qui, après être resté pendant plusieurs années en territoire négatif ou proche de zéro, a terminé l'année 2022 aux alentours de 3,00%.

Le taux Prime bureaux dans le QCA parisien, qui sert d'étalon au marché de l'investissement, gagne ainsi environ 90 points de base en un an et s'établit à un minimum de 3,50% au terme du quatrième trimestre 2022 (sauf exception liée à la taille ou au potentiel locatif de l'actif). Dans Paris intra-muros, le Prime remonte de 75 à 100 points de base suivant les secteurs. De notre point de vue, la hausse est plus forte encore en dehors de Paris puisqu'elle atteint 100 points de base à La Défense (désormais à 5,25%) et s'étale entre 100 et 175 points dans le Croissant Ouest ou entre 125 et 200 points en Première Couronne.

Les régions ne sont pas épargnées par ce phénomène, même s'il est moins avancé qu'en Ile-de-France. Le taux Prime s'établit par exemple à 3,80% à Lyon, en progression de 40 points de base sur un an.

Une telle remontée n'a rien d'irrationnel en ce qu'elle permet tout juste de maintenir un léger avantage au compartiment immobilier face aux placements

Graphique 7 : Evolution des taux de rendement Prime en France par types d'actifs



Source: Savills France Research

obligataires. Le spread se réduit toutefois à 90 points de base à la fin décembre 2022, nettement en dessous de sa moyenne décennale (235 pdb). Il était encore de 257 points de base il y a un an.

Pour les actifs de bureaux Core Plus ou Value Add, l'appréciation et la rémunération du risque se fait au cas par cas - avec une porosité d'ailleurs grandissante entre les 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 l'envolée et 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 une « archipelisation » des rendements, qui n'a fait que s'accroître en 2022.

En dehors du compartiment bureaux, les taux de rendement affichent eux aussi une remontée.

Celle-ci a été initiée plus tôt pour les actifs industriels et logistiques. A la fin 2022, le taux Prime s'établit ainsi à 4,25% pour les entrepôts de classe A en Ile-de-France, en hausse annuelle de 100 points de base. En dehors de la région parisienne, les taux Prime fluctuent de 4,45% dans les Hauts-de-France à 4,95% sur les bords de la Méditerranée, à proximité de Marseille. Ils s'établissent à une valeur intermédiaire (4,60%) en Auvergne-Rhône-Alpes.

Pour les actifs de commerce, le phénomène de compression des taux observés pour les meilleurs centres commerciaux, qui s'est esquissé à la mi-2022 en raison de l'augmentation des volumes investis, a fait long feu. Le taux de référence pour ces actifs est remonté en fin d'année 2022 à 5,25% (+25 points de base en un an). Il en va de même pour le taux Prime sur les commerces en pied d'immeuble parisiens : il a lui aussi gagné 25 points de base, remontant à 3,25%.

Succès oblige, il n'y a de fait que les retail parks qui fassent exception. Le taux Prime est resté stable tout au long de l'année 2022, se maintenant à 5,00% pour ces actifs. Tout au plus l'année écoulée a-t-elle mis un coup d'arrêt à la tendance à la compression observée au deuxième semestre 2021, dans un monde alors bien différent de celui qui prévaut aujourd'hui. Il faut dire qu'à l'époque, l'avantage comparatif fourni pas les retail parks était plus que significatif après la hausse des rendements observée entre 2018 et 2020.

Graphique 8 : Evolution comparée de l'OAT 10 ans et du taux de rendement Prime bureaux en France



Source: Savills, Banque de France

Perspectives : Doom & Gloom ?

Même si la récession devrait être évitée en France et en Europe, les perspectives économiques pour 2023 ne sont pas roses. La croissance française devrait être limitée à 0,3%. La Banque Mondiale n'attend plus qu'une progression de 1,7% à l'échelle internationale, soit un des niveaux les plus faibles en 30 ans. Mais, au-delà de ce constat, ce qui est le plus notable, c'est la montée en puissance du pessimisme ambiant. Il y a six mois, la Banque Mondiale anticipait par exemple encore une croissance de 3%... C'est dire la dégradation de la perception de l'environnement économique chez les décideurs et les organismes de conjoncture. A croire qu'en ce début 2023, pour paraphraser les Rolling Stones, tout serait « Doom and Gloom »... Au point de noircir sans doute exagérément le tableau.

Il est vrai que les annonces des banques centrales n'aident pas. Elles laissent augurer d'une poursuite, au moins pendant quelques mois, du durcissement des politiques monétaires et d'un renchérissement du crédit. Pourtant, des éléments positifs émergent. Les créations d'emplois demeurent dynamiques, les entreprises maintiennent leur volonté d'investissement et leurs

intentions d'embauches, la structure de la consommation de bureaux (orientée vers les immeubles Prime situés aux meilleurs emplacements) témoigne d'un marché locatif qui n'est pas seulement mu par la volonté de réduction des coûts. Enfin, l'investissement immobilier se diversifie de plus en plus et explore les charmes de l'hybridation et du changement d'usage.

Demande : Ajoutés au repricing des actifs, ces éléments – pour peu qu'ils se confirment à court terme – devraient rassurer et favoriser la demande des investisseurs en immobilier. C'est d'autant plus vrai que nombre d'entre eux restent riches en equity, immunisant en partie le marché des effets de la hausse des coûts du crédit. En octobre 2022 par exemple, la collecte nette des fonds suivis par l'Aspim atteignait 11,6 milliards d'euros en cumul annuel (dont 3,4 milliards au troisième trimestre), en hausse de 48% sur un an. Les chiffres du quatrième trimestre 2022 ne sont pas encore officialisés mais ils devraient être favorables pour ce qui est de la collecte auprès des particuliers.

De leur côté, les privés, qui bénéficient de conditions de financement plus souples,

pourront chercher à profiter des opportunités nouvelles offertes par l'immobilier.

Même si les acquéreurs se feront plus prudents et sélectifs, le moteur de la demande devrait donc rester allumé, notamment pour les actifs Core ou pour les actifs permettant une stratégie « manage-to-core » ou « develop-to-core », qui continue d'être plébiscitée par les investisseurs.

Un bémol s'impose toutefois : nous parlons là de demande en actifs immobiliers, pas forcément de demande en actifs immobiliers français... Les investisseurs ont en effet un regard qui dépasse les limites de l'Hexagone et ils n'oublieront pas de faire la comparaison avec la rentabilité proposée par d'autres marchés européens, notamment situés en zone euro.

La demande restera donc active même si elle sera, bien sûr, moins importante qu'en 2022, ne serait-ce que parce que les institutionnels se voient offrir des placements alternatifs plus rémunérateurs (à commencer par certaines obligations) et parce qu'une partie de l'equity disponible peut aussi servir à des opérations de valorisation du patrimoine existant ou de refinancement de la dette arrivant à maturité.



Offre : Au cours des derniers mois, l'offre a été globalement contenue par les vendeurs, inquiets de ne pas vendre dans des conditions jugées favorables. C'est un des facteurs qui a expliqué la baisse du volume d'investissement au quatrième trimestre. Cette situation pourrait s'alléger en 2023.

D'abord 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 désormais autour de 3,0%, certains de ces propriétaires pourront décider de procéder à des arbitrages. Ces arbitrages porteront sur des actifs Core si les besoins de refinancement sont importants et appellent une rentrée d'argent rapide.

Ensuite parce que l'intégration des normes environnementales et des démarches ESG est en train de produire ses effets sur le marché immobilier. A titre d'exemple, les 54 fonds immobiliers grand public labellisés ISR ont représenté 44% de la collecte au troisième trimestre 2022 et concentrent 45% de la capitalisation.

Tous ces propriétaires vont devoir procéder, si ce n'est pas déjà fait, 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, enfin, retrait temporaire du marché - sachant que cette dernière option ne saurait être que temporaire et limitée. La montée en puissance des critères ESG entraînera donc inmanquablement une augmentation des cessions d'actifs à revaloriser.

Prix et rendements : Une demande active mais globalement moins importante qu'en 2022, une offre en hausse... Ces éléments, ajoutés à la poursuite du durcissement des politiques monétaires et à ses répercussions sur le swap 5 ans et les taux obligataires, créent les conditions d'une baisse des valeurs vénale et d'une décompression supplémentaire des taux de rendement.

De combien peut-elle être ? A la différence de ce qui s'est souvent produit par le passé, le marché français s'est montré réactif et a d'ores et déjà acté une hausse significative des taux de rendement à la fin 2022, notamment

en région parisienne. Il est donc probable que l'essentiel du repricing ait été fait, même s'il reste des adaptations à réaliser.

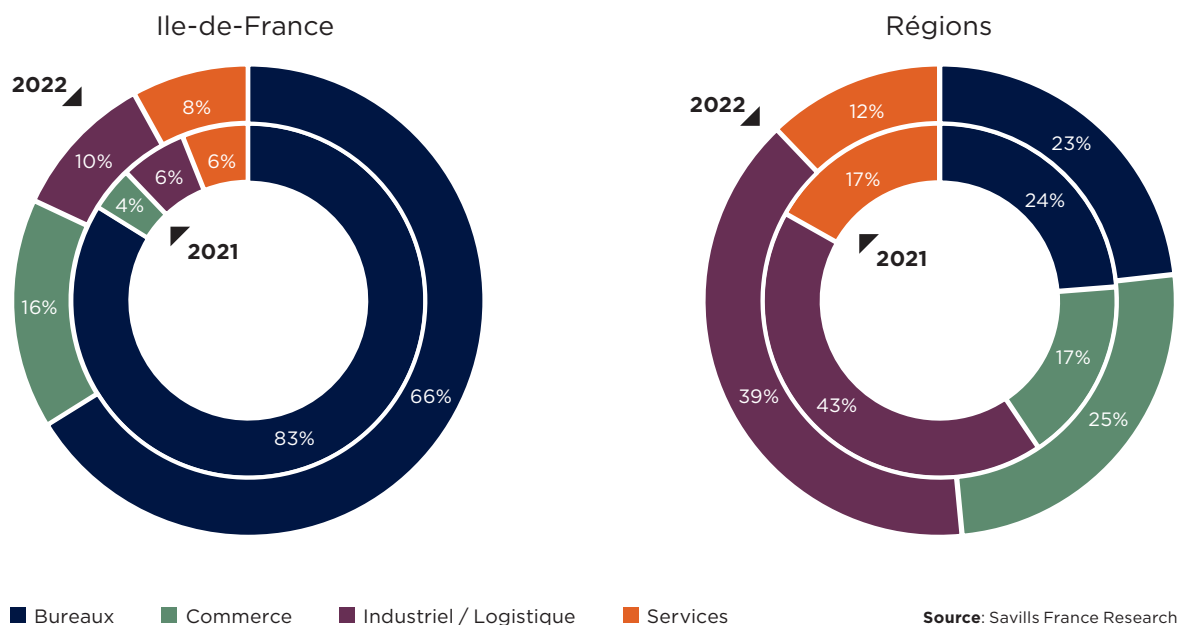
Celles-ci seront plus fortes sur les marchés géographiques les moins établis. Ainsi, l'élargissement du couloir des taux Core devrait se poursuivre pour se rapprocher d'une fourchette allant de 3,50/3,75% à 6,00% minimum.

Ces conditions peuvent permettre d'éviter que le marché français ne connaisse en 2023 une brusque chute des volumes investis, comme cela a été le cas après la crise des subprimes – chute qui s'était alors prolongée pendant six ans. On peut aujourd'hui au contraire espérer que le marché français, renforcé par sa moindre concentration sur les actifs bureaux, parvienne à s'établir sur un horizon proche des 20 milliards d'euros. Voilà de quoi oublier, un peu, les Rolling Stones...

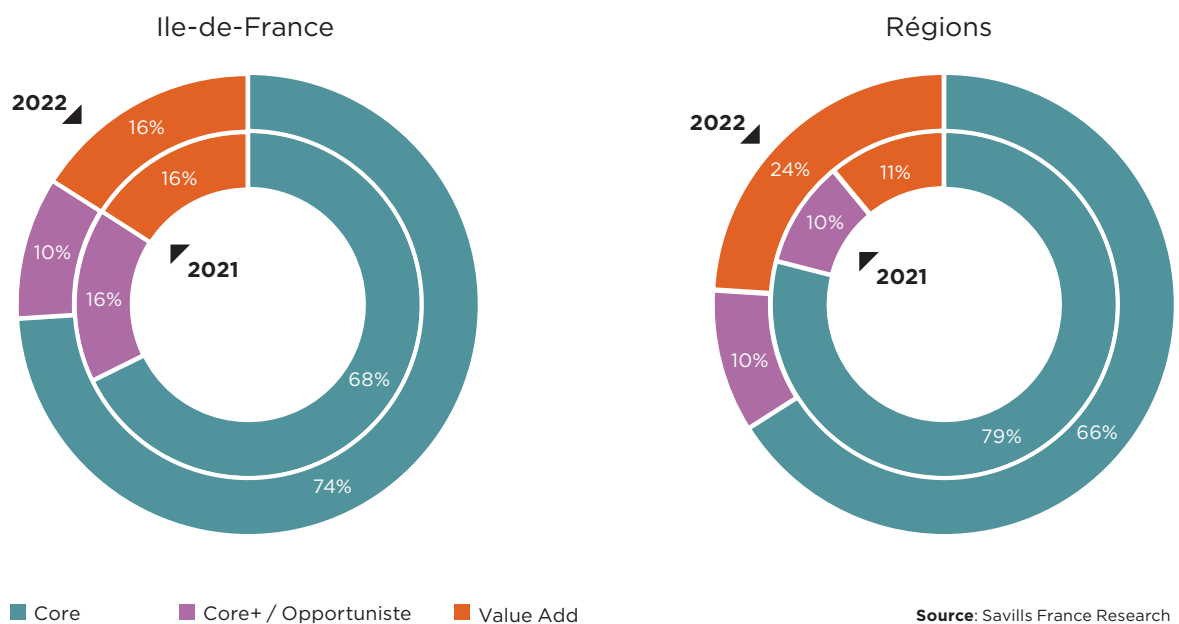


En images : l'Ile-de-France & les marchés régionaux

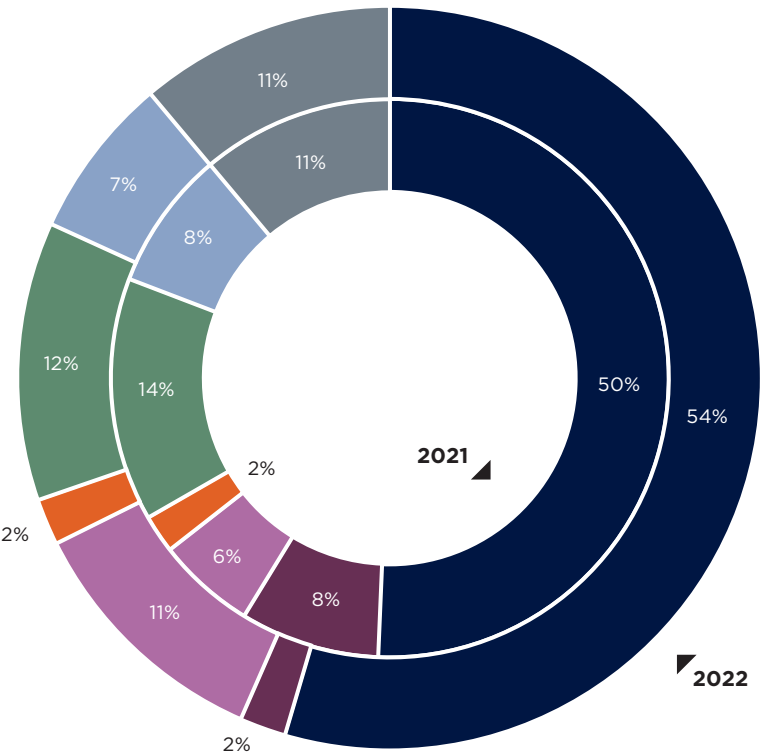
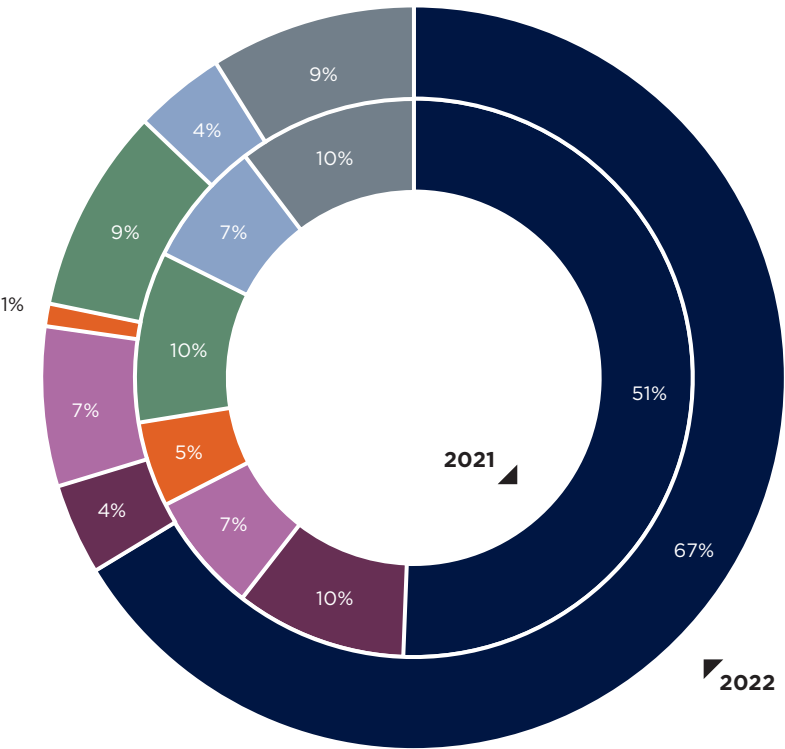
Graphiques 9 & 10 : Répartition des volumes investis par types d'actifs



Graphiques 11 & 12 : Répartition des volumes investis en bureaux par profils de risque



Graphiques 13 & 14 : Origine des fonds investis



- France
- Allemagne
- Royaume-Uni
- Autres pays d'Europe
- Amérique du Nord
- Asie-Pacifique & Moyen-Orient
- Autres, deals multi-nationaux ou nc

Source: Savills France Research



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

Tong Zhang

Graphic Designer

Cover ©Omar Flores / Unsplash