

LES COULEURS DU MARCHÉ IMMOBILIER EN 2020

*par Magali Marton, Directrice du Département Recherche de Cushman & Wakefield France,
et Nils Vinck, Directeur général et Directeur du Département Capital Markets
Cushman & Wakefield France*



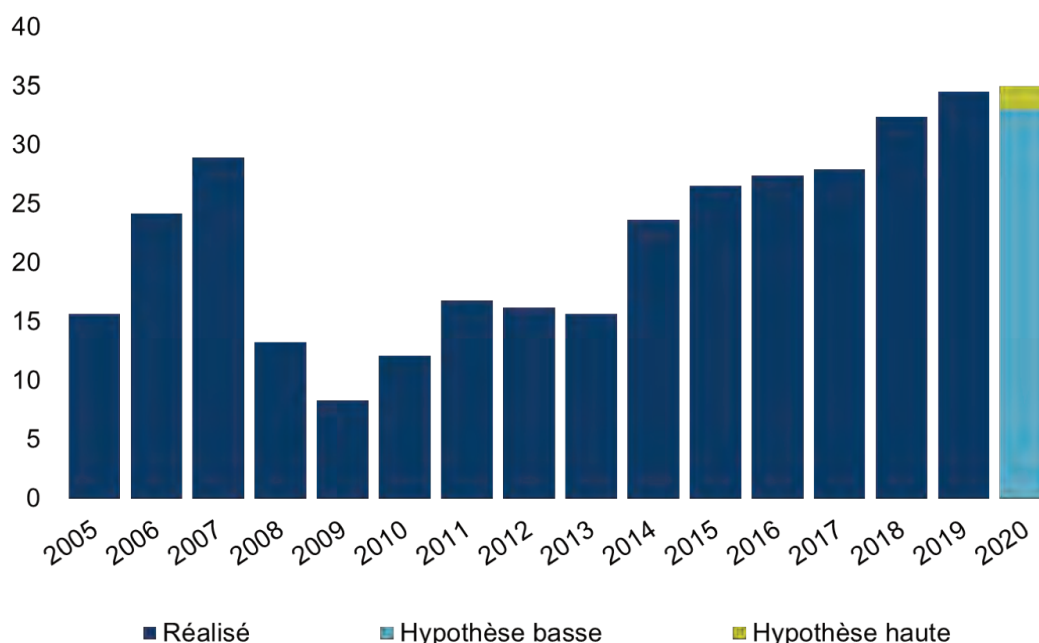
A l'occasion du MIPIM 2020, nous vous proposons dans cette nouvelle chronique de répondre à quelques questions essentielles quant à la compréhension de la dynamique actuelle et future du marché de l'investissement en immobilier d'entreprise. Commençons par en brosser le portrait au travers de quelques chiffres clés.

1. UN MARCHÉ TOUJOURS HYPER ACTIF

L'année 2019 affiche une nouvelle hausse pour les volumes d'investissement en immobilier d'entreprise banalisé (bureaux, commerces, logistique et locaux d'activité). Ils atteignent toutes catégories d'actifs immobiliers banalisés confondus 35,4 milliards d'euros (+9% en un an). La progression des volumes de capitaux investis tranche avec un nombre de transactions en repli (-11%) : 847 en 2018 contre 753 en 2019. La bonne tenue des marchés locatifs tertiaires et logistiques combinée à une prime de risque immobilière toujours aussi attractive explique cette croissance des volumes d'investissement, d'autant que les conditions de financement sont toujours aussi avantageuses.

Un regard porté sur la décennie écoulée permet de se rendre compte de la formidable vitalité du marché de l'investissement immobilier en France. En effet, la reconstitution du volume d'investissement à partir du point bas de 2009 – 8,3 milliards d'euros actés – aura finalement pris huit ans, avec une séquence 2008-2013 affichant un volume moyen de 14 milliards d'euros, suivie d'une triennale 2014-2016 de consolidation de l'activité autour de 26 milliards d'euros, en moyenne. L'année 2017 est à marquer d'une pierre blanche : avec 28 milliards d'euros, les montants investis marquent un doublement de la performance moyenne du marché en creux de cycle. Passée cette date charnière, le marché de l'investissement s'installe nettement au-delà des 30 milliards d'euros avec le record des 35 milliards d'euros atteint en 2019. Ce chiffre certes inédit pour la France est encore très inférieur aux volumes enregistrés au Royaume-Uni (59 milliards d'euros) et en Allemagne (76 milliards d'euros) en 2019.....il faut dire que le marché européen capte une part importante des liquidités levés à travers le monde ; dans ce contexte la France se taille une part de choix.

VOLUME D'INVESTISSEMENT BANALISÉ EN FRANCE, EN MILLIARDS D'EUROS



Source : Cushman & Wakefield

.... BOOSTÉ PAR UN AFFLUX DE LIQUIDITÉS

Depuis près de 15 ans, nous monitorons les levées des fonds d'investissement à travers le monde et de cette analyse ressort un appétit grandissant - et jamais infirmé - des fonds pour le sous-jacent immobilier, d'où un afflux sans précédent de liquidités. L'immobilier séduit par sa sécurité et sa moindre volatilité comparée à d'autres classes d'actifs comme les actions boursières. Dans ce contexte particulier de taux obligataires au plus bas, voire négatifs, la poche immobilière d'entreprise a de quoi séduire au-delà des fonds d'investissement. Acteurs incontournables de notre marché hexagonal, les SCPI et OPCV affichent, eux aussi, une tendance de très forte collecte. Les derniers chiffres publiés par l'ASPIM (Association Française des Sociétés de Placement Immobilier) font état, en 2019, d'une collecte nette de 11,4 milliards d'euros pour les SCPI et les OPCV, dépassant le précédent record de 2017 (10,4 milliards d'euros). Dans le trio des investisseurs les plus actifs, comment ne pas évoquer le cas spécifique des assureurs ? Avec des taux négatifs, rémunérer les fonds en euros - qui représentent quelque 1 400 milliards d'euros d'épargne - et assurer sa garantie en capital est devenu complexe. Les assureurs cherchent donc une voie de sortie et regardent avec une attention toute particulière et renouvelée le compartiment immobilier pour assurer une meilleure rémunération de leurs fonds avec une dose - bien sûr très maîtrisée, assureurs obligent - du risque. A ce petit jeu, ce sont bien des centaines de millions d'euros,

voire des milliards que les assureurs vont rediriger vers le secteur immobilier et en assurer le placement à l'acquisition....Last but not least, les fonds d'investissement en immobilier, première force motrice à l'acquisition en 2019 avec près de 50% des montants engagés, continuent leurs levées de fonds, de l'ordre de 150 milliards d'euros dans le Monde avec un appétit féroce pour les actifs value added et une attraction forte pour le marché Européen en général et celui hexagonal en particulier. Paris est ainsi devenu en 2019 la 1ère place d'investissement en bureaux pour les capitaux étrangers en Europe devant Londres... et même dans le Monde.

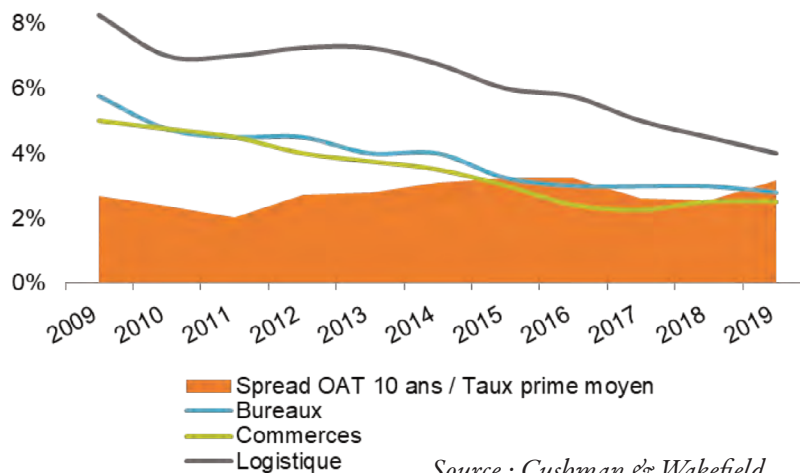
2. UNE DÉCENNIE DE BAISSÉ DES TAUX DE RENDEMENT

Au-delà de l'effet volume, l'un des marqueurs du marché de l'investissement en immobilier d'entreprises réside dans la forte compression des taux de rendement qui - toutes classes d'actifs confondues - atteignent des points bas historiques. Ce mouvement baissier n'est pas une exclusivité du marché français ; il est observable dans tous les marchés en Europe et concerne l'ensemble des classes d'actifs (immobilier d'entreprise banalisé ou avec services, résidentiel, hôtellerie ou encore actifs de santé). Là encore, les dernières années ont vu la compression des taux opérer aussi bien dans certains secteurs tertiaires franciliens que dans les marchés de bureaux en régions ou en logistique. Ce nouveau calibrage des taux de rendement brosse un

portrait absolument inédit des valeurs métriques rapportées aux loyers des actifs "prime" : autour de 2,80% pour du bureau dans Paris QCA, proche voir en-dessous de 4 % pour les meilleurs produits en logistique, entre 2,50% et 4,50 % selon les typologies pour des actifs commerciaux. Ces niveaux historiquement bas de taux de ren-

dement devraient nous accompagner pendant quelques années d'autant que les dernières mesures de la Banque Centrale Européenne (BCE) laissent à penser que les taux obligataires vont rester bas, laissant ainsi quasi intacte la prime de risque immobilière, entre 250 et 400 points de base selon les types d'actifs immobiliers considérés.

TAUX DE RENDEMENT PRIME & PRIME DE RISQUE



Source : Cushman & Wakefield

3. LES PRÊTEURS TRÈS ACTIFS SERVENT-ILS ENCORE DE GARDE-FOU PRUDENTIEL ?

La question mérite en effet d'être posée compte-tenu des errements observés lors du cycle qui avait précédé la crise des sub-primes. Le spectre du mur de la dette avait alors secoué le microcosme des investisseurs en immobilier en mettant à jour la fragilité des acquisitions réalisées avec un fort effet de levier et sur des stratégies Core + / Value added ou en blanc. A cette époque la remontée brutale des taux de rendement avait détruit rapidement une partie de la valeur des actifs financés sur des LTV (Loan to Value) au-delà du raisonnable (parfois supérieurs à 90%). Cette séquence avait également eu pour mérite d'accélérer la diversification des sources de financement en permettant, sur le modèle du financement immobilier aux USA, l'émergence de fonds de dettes et l'accélération du financement corporate. Qu'en est-il aujourd'hui ?

Tout d'abord, signalons une avancée majeure dans la transparence du marché via la parution de la première étude publiée par l'IFEI (voir article page 20) sur le financement de l'immobilier des professionnels. Cette publication propose ainsi une vision précise de la pratique des prêteurs tant conventionnels qu'alternatifs alors même que le Haut Comité à la Stabilité Financière (HCSF) pointe régulièrement du doigt le secteur de l'immobilier d'entreprise et son risque de surchauffe de prix et des conditions d'octroi de sa dette. Il ressort de cette étude que le profil des finance-

ments s'inscrit dans une recherche de sécurité avec une part importante des financements concernant des actifs de bureaux en Ile-de-France et des LTV inférieurs à 50% pour 48% des financements immobiliers étudiés, et même 80% pour ceux inférieurs à 60%.

La pratique des fonds de dettes, nouveaux venus dans le paysage de l'immobilier, reste aussi très prudente avec une majorité de financement sur les marchés core.

Il semblerait donc que le financement de l'immobilier ait finalement retenu la leçon de la crise de 2007-2009, même si l'étude identifie quelques points de vigilance tant en termes de localisations avec une montée en puissance des marchés en régions que de la prise en compte du financement des actifs de diversification (résidentiel, hôtellerie et immobilier de santé entre autres).

4. LES CHANGEMENTS SOCIÉTAUX IMPACTENT LA VISION SUR LES CLASSES D'ACTIFS PERTINENTS

Difficile de ne pas mentionner le phénomène de diversification dans le choix des classes d'actifs plébiscités par les investisseurs tant en France qu'au niveau européen. L'aventure n'est pas nouvelle ; depuis 10 ans les investisseurs les plus téméraires auront exploré des champs d'action plus ou moins inédits pour eux entre résidentiel classique ou géré avec services, hôtellerie, data centers, logistique urbaine ou encore immobilier de santé. Cette tendance à la

diversification des stratégies d'investissement est visible sur les marchés américains depuis plus longtemps et fait son chemin en Europe. Dans l'une de ses dernières notes sur le marché de l'investissement européen, RCA (Real Capital Analytics) relevait à ce titre que ces actifs alternatifs ont représenté, en 2019, près de 90 milliards d'euros d'acquisitions soit 30% du volume total de l'année.

Au-delà d'une recherche d'un rendement plus rémunérateur par comparaison avec des taux prime au plancher sur les classes d'actifs classiques, il s'agit pour les investisseurs de faire bouger les lignes, de sortir de la dépendance aux seuls cycles économiques pour se positionner sur des actifs immobiliers liés à des changements structurels et durables de la population : accroissement et vieillissement de la population, urbanisation et mondialisation, digitalisation de l'économie, montée en puissance du e-commerce, entre autres... La matière résidentielle est à ce titre une option sérieusement explorée par un nombre croissant d'investisseurs. Pour ceux qui tenteront l'aventure par la voie directe de la détention des actifs, la matière est vaste, polymorphe (parc public / privé, résidences classiques ou avec services, accueil spécifique des populations étudiantes ou seniors, etc...) et en pleine mutation. Elle requiert donc le concours de tous pour créer les meilleures conditions du parcours résidentiel des individus. Le coliving, produit hybride qui peut répondre à de multiples besoins et profils différents, intéresse tout particulièrement les investisseurs institutionnels qui y voient une possibilité de restructurer leur patrimoine de bureaux obsolètes ou de jouer une carte complémentaire dans leurs offres de services auprès des entreprises. Cette diversification apporte aussi des solutions à des investisseurs richement dotés en liquidités dans un contexte de marché de moins en moins rémunérateur sur l'immobilier banalisé, voire trop risqué pour certaines classes d'actifs comme ceux commerciaux.

5. LES PHÉNOMÈNE DE CONSOLIDATION VONT-ILS ABOUTIR À LA CONCENTRATION DES ACTEURS : L'EXEMPLE DE LA LOGISTIQUE ?

L'heure est incontestablement aux grandes manœuvres sur le marché de l'investissement immobilier comme en atteste la montée en puissance de grands fonds d'investissement ou celle des OPCV-SCPI. Les REIT français, ont, quant à eux, rationalisé leur stratégie pour se concentrer sur 2 ou 3 classes d'actifs mettant ainsi un terme à la diversification tous azimuts du cycle précédent. Hormis sur le segment des bureaux qui, par sa diversité, peut accueillir une large gamme d'investisseurs aux profils et à l'exposition variés, la période récente a vu s'affirmer des prises de position forte tant en commerces (Unibail Rodamco devenu Westfield, Klépierre, Hammerson, etc...) qu'en logistique (Pro-

logis, Blackstone-Logicor passé sous pavillon chinois en 2017, ARGAN, etc...). Pas sûr que cette consolidation aboutisse à une concentration des acteurs ; ils sont plutôt en phase de diversification tant sectorielle que géographique avec une lecture du marché français à l'aune de sa position stratégique en Europe. C'est aujourd'hui une des options de développement considérées par les zinzins français, davantage ouverts à des acquisitions transfrontalières. Ce parti pris résolument européen est d'ailleurs assez fréquent sur l'immobilier de services où les investisseurs suivent in fine la logique de développement des opérateurs qu'ils accompagnent sur leur volet immobilier. Il se vérifie aussi sur le marché logistique, une classe d'actifs largement dominée par les investisseurs étrangers et fonds d'investissement européens et américains en particulier.

6. DANS CE CONTEXTE, L'AXE PRINCIPAL DE PÉNÉTRATION DU MARCHÉ FRANÇAIS POUR LES NOUVEAUX ENTRANTS EST LA SURENCHÈRE SUR LES ACTIFS CORE

En guise de conclusion, interrogeons-nous sur la meilleure façon de pénétrer le marché immobilier français devenu ultra concurrentiel du fait d'un déséquilibre entre liquidités disponibles et opportunités d'investissement. Acquérir aujourd'hui des actifs immobiliers sur fond de taux de rendement prime au plus bas c'est accepter d'en payer un prix parfois fort... Rappelons que ces taux sont aussi le reflet d'un marché locatif aux fondamentaux sains et à la profondeur quasi sans égal en Europe. La séquence sud-coréenne observée en 2019 sur le marché francilien est à ce titre la parfaite illustration d'une prise de position massive de nouveaux venus sur le marché français avec près de 5 milliards d'euros déployés en acquisitions directes en 2019, dont plus de 4 milliards d'euros sur le marché tertiaire francilien, et à La Défense en particulier. Si elle conduit à une surenchère dans la valorisation des actifs core, elle porte aussi le sceau d'une anticipation à la hausse de la valeur locative et métrique des actifs immobiliers sur une durée de détention plus longue qu'à l'accoutumée. Paris vient à ce titre de détrôner Londres et même New York comme marché le plus actif pour les investissements cross-border sur le segment du bureau. C'est la difficile rançon du succès pour un marché français qui en 20 ans aura permis l'injection de près de 140 milliards d'euros de capitaux étrangers dans la détention directe d'actifs d'immobilier d'entreprise... c'est peu ou prou le montant des levées de capitaux des fonds d'investissement immobiliers en 2019 à travers le Monde. De quoi relativiser et regarder avec une certaine forme de sérénité le devenir du marché de l'investissement immobilier en France.