

Alerte

Immobilier commercial en France : un actif encore attractif ?

28 novembre 2022



LES CAHIERS
VERTS DE
L'ÉCONOMIE

Les points clés (1)

Après une baisse en 2021, **l'investissement commercial a nettement rebondi en 2022 en France** (+35% en glissement annuel en valeur sur 9 mois). Le commerce et l'hôtellerie se sont distingués et ont d'ores et déjà dépassé leurs niveaux d'investissement de 2021 (respectivement de 40% et 70% grâce à la hausse de la mobilité et du tourisme). Cela est moins marqué pour la logistique et les bureaux.

Pour autant, reflétant les incertitudes macro et la hausse des taux d'intérêt, **les prix des sociétés immobilières cotées** ont reculé de manière généralisée (niveau de l'indice d'ensemble atteignant celui de 2014) depuis début 2022, même si le commercial a mieux résisté avec la hausse de la consommation dans les services. De leur côté, **les prix immobiliers commerciaux non cotés** (SCPI) ont stagné ces derniers mois après un recul du pic au creux de 5% pendant la pandémie. Ils restent toutefois supérieurs de 40% à leur niveau de 2005.

Quid au-delà ? il est légitime de s'interroger sur la poursuite de ces performances au vu (i) de la hausse de l'inflation et du ralentissement macro attendu (croissance nulle pour la France en 2023) ; (ii) de la normalisation rapide des politiques monétaires alors que l'ajustement des rendements immobiliers n'a été que partiel jusqu'à présent

Certes l'immobilier commercial au sens général offre une protection partielle contre l'inflation grâce à l'indexation des loyers (via l'ILC pour les commerces et artisans et l'ILAT pour les activités tertiaires autres). **Mais une analyse historique longue met en évidence une sensibilité importante de l'immobilier commercial à l'activité** : le net ralentissement macro que nous attendons lui est donc défavorable. Et ce, d'autant que le bouclier tarifaire pour les ménages et les entreprises est appelé à être levé fin du T1 2023. Dans ce contexte, il convient d'être prudent sur l'immobilier commercial.

Les points clés (2)

Par segment, les perspectives restent hétérogènes :

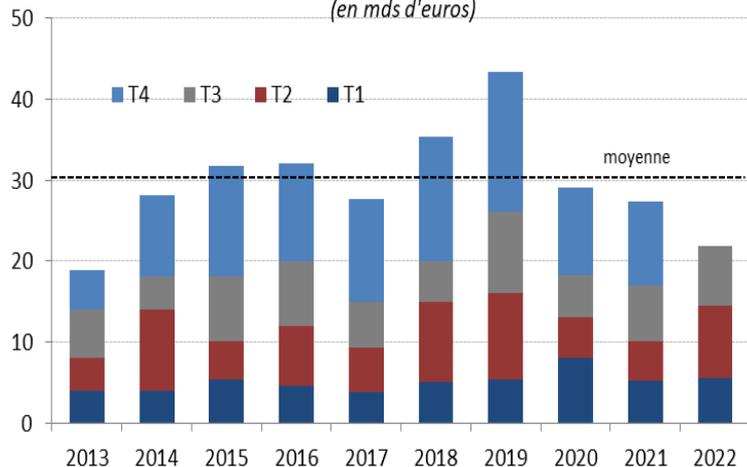
- Bureaux : 2022 marque un redressement mais les risques sont évidents pour 2023-24 (ralentissement macro et du marché de l'emploi, taux de vacance toujours proche de 7%)
- Logistique : d'une manière générale, la forte augmentation des investissements dans le secteur limite les performances futures. Mais le secteur bénéficie de soutiens solides (nouvelles habitudes de consommation, les critères ESG impliquent des restructurations d'existants)
- Commerce : les perspectives immédiates sont moins bonnes avec le ralentissement macro (baisse du pouvoir d'achat, durcissement des conditions financières) d'autant que le rebond a déjà été conséquent.
- Hôtellerie : la normalisation progressive du tourisme étranger reste un facteur de soutien à court terme. Mais la chute du revenu disponible brut réel va pousser les ménages à réduire les dépenses de tourisme.

En parallèle, la décrue de l'inflation ne sera que très graduelle en 2023 et la BCE va poursuivre sa normalisation monétaire avant de les maintenir à un haut niveau quelque temps. Les rendements « prime » sont repartis à la hausse à partir du T2 2022 sous l'effet de la hausse des taux longs (2,70% pour l'OAT 10 ans à la fin du T3). En conséquence, selon les données de l'IEIF, la prime de risque de l'immobilier d'entreprise a fortement baissé, revenant sur un plus bas depuis 2012 (moins de 2% vs 4% en moyenne depuis 7 ans), ce qui est nettement moins favorable.

Notre point de vue : l'attractivité relative des placements immobiliers commerciaux s'est réduite : la dynamique macro va continuer de se dégrader, la hausse des taux longs pénalise la prime de risque sur l'immobilier qui s'est nettement comprimée et les perspectives de prix sont médiocres. Nous étions plutôt positifs précédemment ; nous adoptons désormais un positionnement plus prudent (neutre à négatif).

France : investissement dans l'immobilier commercial

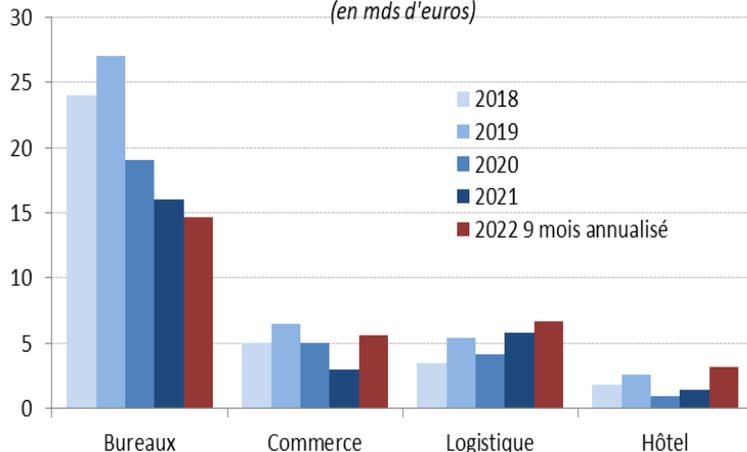
(en mds d'euros)



Source : BNPP RE, Les Cahiers Verts

France : investissements par segments

(en mds d'euros)



Source : CBRE, immostat, Les Cahiers Verts

Rebond de l'investissement immobilier d'entreprise en 2022 en France porté par le commerce, l'hôtellerie et la logistique

Après une baisse en 2021 (-8%), l'investissement commercial a nettement rebondi dès le T2 2022.

Au final, après EUR 7,5 mds investis au T3, soit plus de 22 mds au cours des 9 premiers de l'année, on observe une hausse de 35% sur un an.

Le commerce (près de 20% du total) et l'hôtellerie dans une moindre mesure (environ 10% du total) se sont distingués et ont d'ores et déjà dépassé leurs niveaux d'investissement de 2021 (respectivement de 40% et 70%).

➤ **Cela reflète l'impact de la levée des contraintes sanitaires (hausse de la mobilité et des voyages).**

La logistique enregistrait au T3 un investissement cumulé de 13% inférieur à son niveau de 2021.

Le secteur reste cependant dynamique : avec EUR 4 d'euros investi sur 9 mois il est déjà sur sa moyenne annuelle 5 ans.

La dynamique est plus faible dans les bureaux. Malgré une stabilisation sur 1 an au T3, le niveau des investissements reste inférieur de 30% à celui de 2021. Néanmoins la demande placée reste robuste.

Bref, la dynamique générale est restée très solide malgré la dégradation de l'environnement (économique, politique, monétaire)

Cela s'explique en partie par l'inertie spécifique aux grands projets immobiliers (entre 6 et 9 mois).

Quid au-delà ?

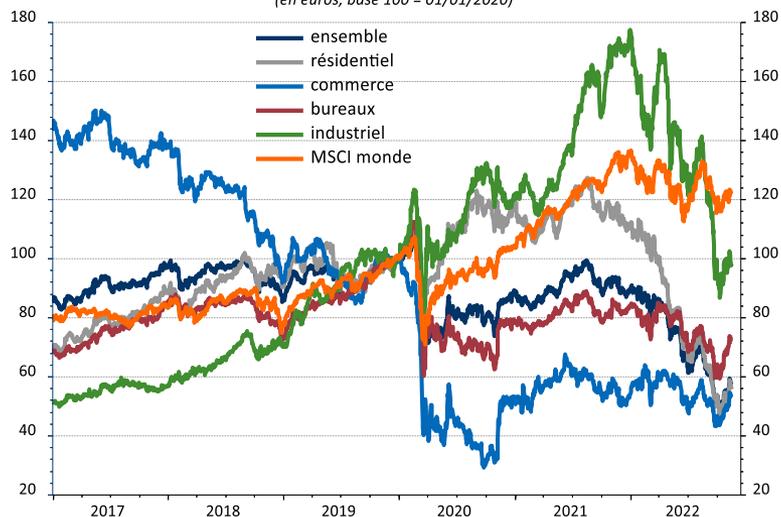
Il est légitime de s'interroger sur la poursuite de cette résistance au vu (i) du ralentissement macro attendu ; (ii) de la forte baisse de la prime de risque immobilière et (iii) de la diffusion progressive de la hausse des taux

Notons à ce titre que les rendements dans l'immobilier commercial ne sont que partiellement ajustés jusqu'à présent.



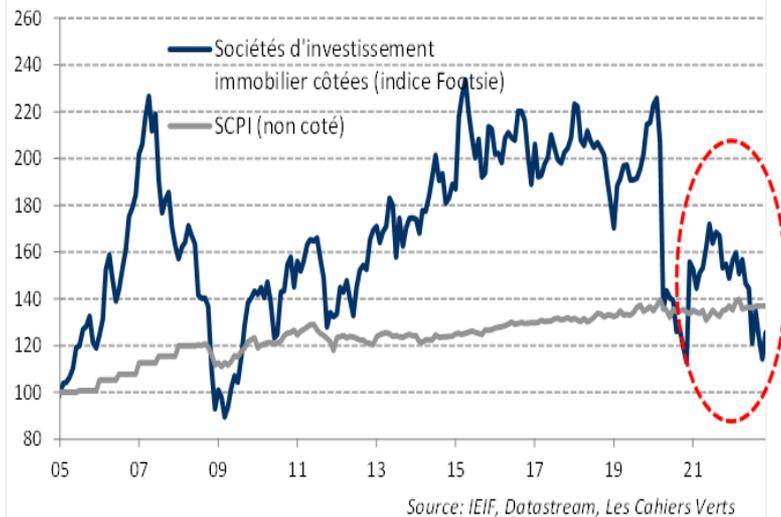
Zone Euro : Indices sociétés d'investissement immobilier cotées Footsie

(en euros, base 100 = 01/01/2020)



Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

France: prix dans l'immobilier commercial coté et non coté



Source: IEIF, Datastream, Les Cahiers Verts

Les prix de l'immobilier commercial ont souffert dans le coté et sont restés stables dans le non coté en 2022

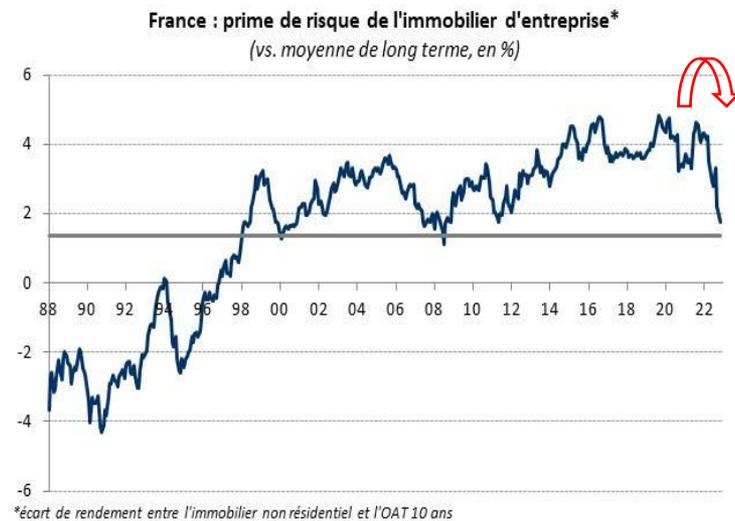
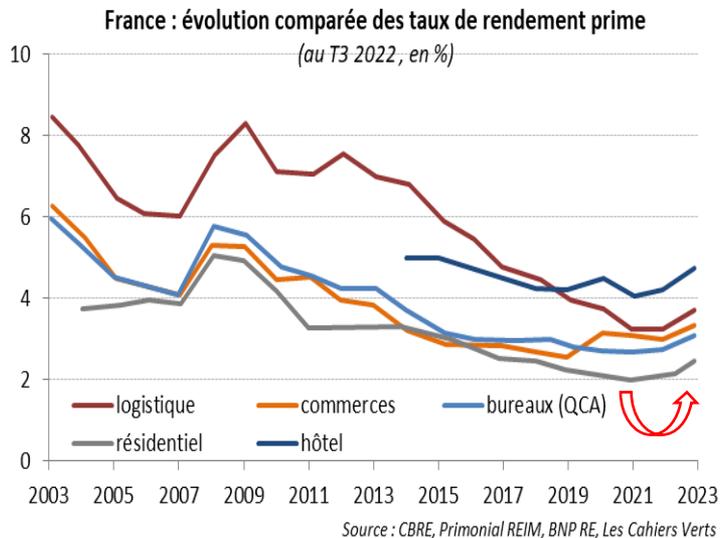
Après le choc Covid, les prix des sociétés immobilières cotées ont évolué de manière dispersée en Zone euro avec un net rebond dans l'industrie et le résidentiel et une déception pour les bureaux et les commerces.

➤ De leur côté, les prix immobiliers commerciaux non cotés (SCPI) ont stagné au total ces derniers mois après un recul du pic au creux de 5% pendant la pandémie. Les prix restent toutefois supérieurs de 40% à leur niveau de 2005.

Depuis le début 2022, le recul a été généralisé (niveau de l'indice d'ensemble atteignant celui de 2014), reflétant les incertitudes macro et la hausse des taux (sauf dans le commercial qui a mieux résisté avec la hausse de la consommation dans les services).

Les SCPI bénéficient d'une inertie importante sur les flux dans les phases de stress, dans la mesure où les frais d'entrée sont très élevés (de l'ordre de 8%). Cette « spécificité » explique la baisse modeste dans la phase de Covid.

Dans le contexte actuel, les liquidités importantes dans les fonds grâce aux flux entrants des dernières années induit un niveau de cash élevé, ce qui amortit également la baisse par rapport aux fonds cotés.



Quid au-delà ? Avec la hausse des taux souverains, la prime de risque s'est nettement comprimée, ce qui est moins favorable

Après une compression exceptionnelle entre 2010 et 2020, les rendements « prime » ont connu une évolution plus limitée en 2021 ; ils sont repartis à la hausse à partir du T2 2022 sous l'effet de la hausse des taux longs.

Alimenté par l'inflation et la normalisation monétaire, le rendement nominal de l'OAT 10 ans atteint 2,7% fin septembre.

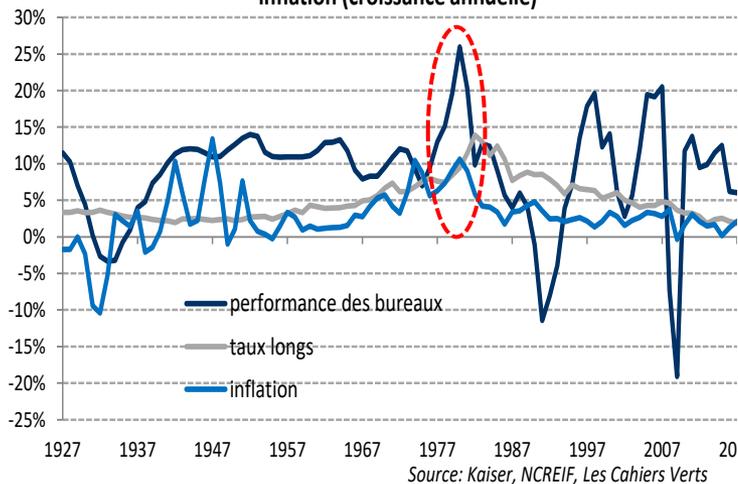
➤ En conséquence, selon les données de l'IEIF, la prime de risque de l'immobilier d'entreprise a baissé, revenant sur un plus bas depuis 2012 et proche de sa moyenne depuis 1988.

Avec la hausse des taux revient la question de l'arbitrage entre segments.

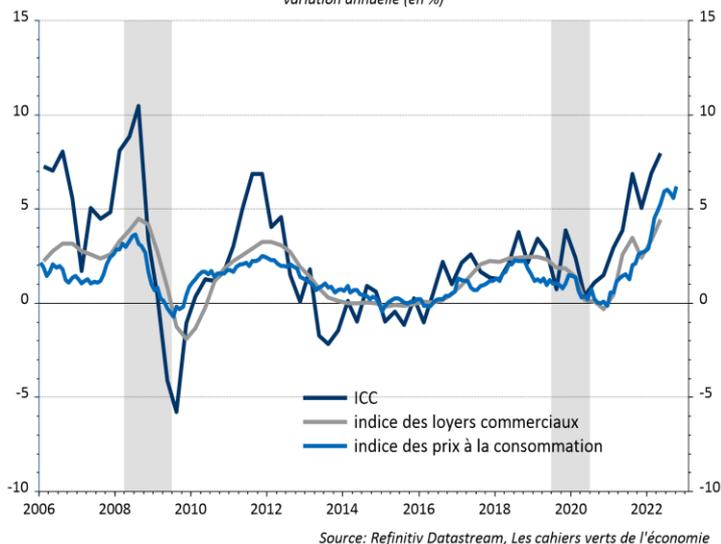
Le défi pour les investisseurs consiste à équilibrer le niveau des rendements avec les évolutions structurelles qui dessinent les tendances de demain :

- le e-commerce et le télétravail...
- ... mais également les nouvelles normes sanitaires et/ou environnementales...
- ... ainsi que le changement d'organisation des entreprises, notamment dans la gestion de leurs stocks (fin du juste-à-temps, diversification des sources d'approvisionnement...)

Etats-Unis: performance de l'immobilier de bureaux et inflation (croissance annuelle)



France: loyers commerciaux, ICC et inflation variation annuelle (en %)



Quid de la couverture contre l'inflation? L'immobilier commercial est en partie indexé sur l'inflation, mais il reste sensible au cycle

D'une manière générale, les loyers des entreprises sont partiellement indexés sur l'inflation.

Ainsi, une analyse très longue aux Etats-Unis suggère une corrélation positive entre les performances de l'immobilier de bureau et l'inflation.

En France, les modalités d'indexation des loyers sont différentes selon les secteurs d'activité.

Les baux commerciaux à destination des activités du secteur tertiaire, industriel, logistique et de bureaux (sans activité de vente de produit) sont concernés par l'ILAT (indice des loyers des activités tertiaires).

Les autres baux commerciaux sont indexés sur l'ILC (indice des loyers commerciaux).

L'ILC est désormais calculé en fonction de 2 paramètres (la prise en compte du chiffre d'affaires ayant été supprimée) :

- l'évolution de l'IPC hors loyers et tabac (pour 75%);

- l'évolution de l'indice du coût de la construction (pour 25%).

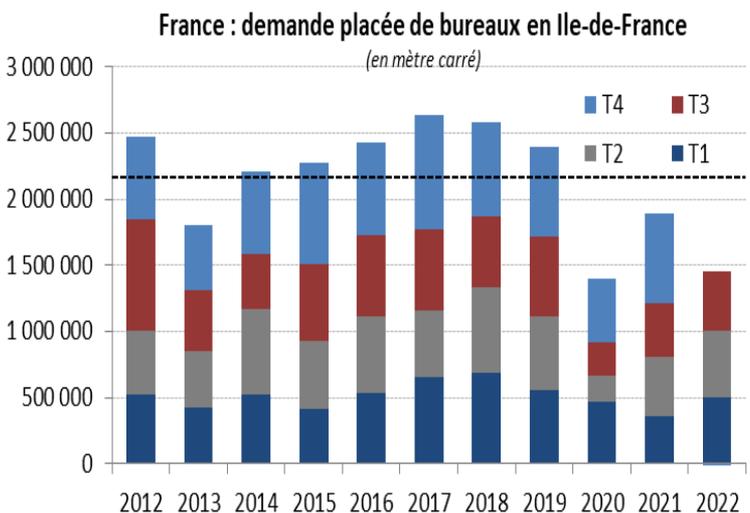
L'ILAT est fonction à 50% de l'IPC hors loyers et tabac, à 25% de l'ICC (indice de coût à la construction) et à 25% du PIB nominal.

La hausse continue ces derniers mois de l'inflation, des coûts de construction (indice ICC) et des loyers commerciaux (indice ILC) dans le sillage de la hausse des pressions inflationnistes soutient les loyers au profit des bailleurs. Pour les entreprises, cela représente néanmoins une ponction accrue, pénalisant la capacité de paiement des loyers.

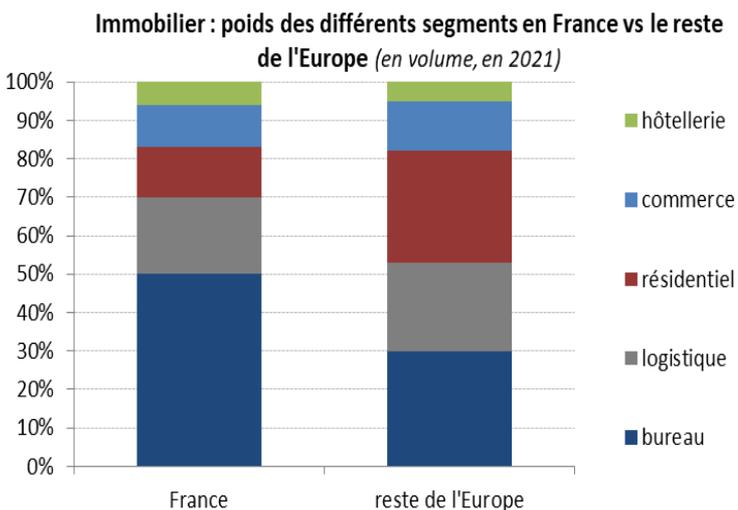
Observons néanmoins qu'avec une croissance robuste de l'ILC (4,4% sur 1 an), le gouvernement a décidé de plafonner les indexations des baux indexés sur l'ILC à 3,5% pour les PME entre le T2 2022 et le T1 2023.

Rappelons par ailleurs que l'immobilier commercial est également sensible au cycle économique. Le net ralentissement conjoncturel attendu au tournant de l'année lui est donc défavorable.





Source : CBRE, Les Cahiers Verts



Source : MSCI RCA, Les Cahiers Verts

Bureaux : après 2 années difficiles, embellie en 2022 mais des risques évidents pour 2023-24

Les années 2020 et 2021 ont été difficiles dans le secteur des bureaux, en particulier pour l'Ile de France (rebond en régions de 19% pour 2021 illustrant les effets du télétravail).

Le segment des bureaux ne représente désormais que 50% du secteur (vs une moyenne 5 ans de 60%).

Une amélioration s'est amorcée en 2022 et sur 9 mois :

- (i) la demande placée a bondi de 20% en glissement annuel.
- (ii) l'investissement en bureaux est resté quasiment stable au T3 en glissement annuel (malgré une nette dégradation de la situation domestique et internationale)

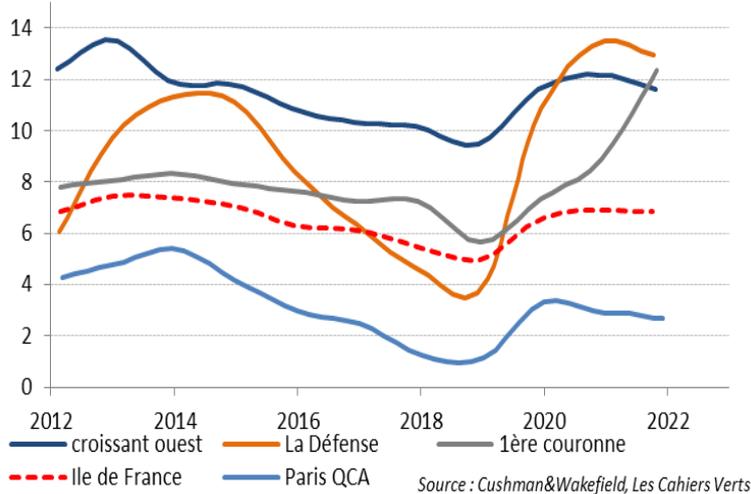
Le marché de bureaux a bénéficié d'un marché de l'emploi robuste et des intentions d'embauche records : +12% sur un an anticipé par Pôle Emploi en 2022.

L'activité reste néanmoins très polarisée (Paris intra-muros et Défense). Et contrairement à 2021, la dynamique d'ensemble a été davantage tirée par les petites et moyennes surfaces (+16% sur 1 an) que les grandes.

Le ralentissement économique attendu, assez net, devrait cependant donner un coup d'arrêt à cette embellie.

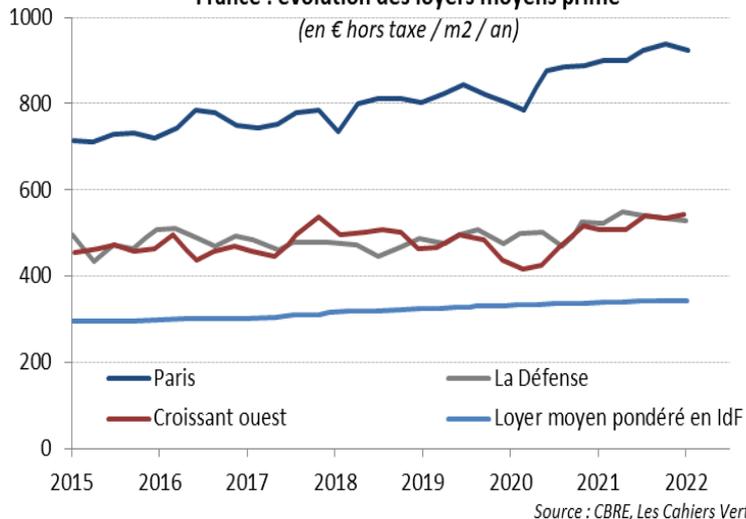


France : taux de vacance en Ile de France
(au T3 2022, en %)



Paris QCA : Paris Quartier Central des Affaires
Croissant ouest : le secteur de la Défense et les communes des Hauts-de-Seine

France : évolution des loyers moyens prime
(en € hors taxe / m2 / an)



Les taux de vacance sont faibles à Paris intra muros, mais encore élevés en région parisienne, avec un risque de dégradation lié aux perspectives récessives

L'offre de bureaux disponibles peine à se résorber et reste élevée (au-delà des 4 millions de m2) malgré la résistance du secteur. Au T3 2022, elle représentait 4,1 millions de m2, soit son niveau de 2021.

Ainsi, le taux de vacance depuis 2021 est proche 7% en moyenne en Ile de France.

- Cela masque des disparités : si le taux de vacance se réduit en moyenne à Paris, ce n'est pas le cas en QCA. Inversement la tendance est nettement haussière pour la 1^{ère} Couronne et ne montre pas de signe de détente à la Défense.

Parallèlement, l'offre en cours de construction se stabilise et l'offre totale reste stable.

Avec le ralentissement économique, les interrogations montent sur la capacité du marché à absorber le

stock existant aux prix actuels.

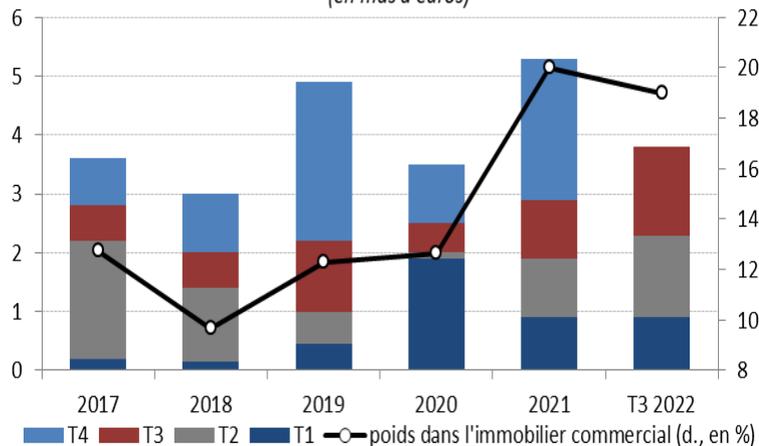
En 2022, les loyers ont continué de progresser pour Paris QCA, reflétant un besoin de centralité dans une zone où l'offre reste contrainte.

Si les loyers prime se stabilisent à un haut niveau (960€ euro HT / m2), les loyers des surfaces rénovées continuent de progresser.

- La hausse des loyers commerciaux a aussi bénéficié de son indexation partielle à l'inflation. Cela est notamment le cas pour les loyers des actifs les mieux placés (QCA parisien).

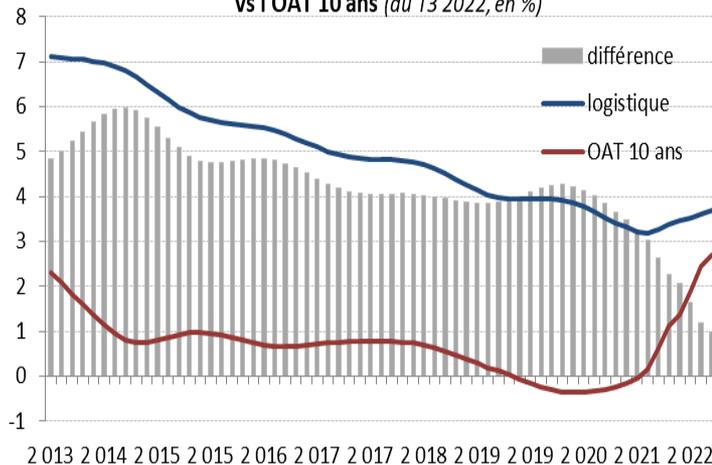
Cela étant, dans un contexte de ralentissement économique, les propriétaires devraient se montrer plus agressifs sur les loyers hors Paris intra muros (pressions baissières sur les prix).

France : investissement dans le segment Logistique par trimestre
(en mds d'euros)



Source : Cushman&Wakefield, Les Cahiers Verts

France : évolution du taux de rendement du secteur de la Logistique
vs l'OAT 10 ans (au T3 2022, en %)



Source : BNP RE, Les Cahiers Verts

La logistique a fait preuve de robustesse mais la dynamique devrait fléchir au T4

Les mutations de la consommation accélérées par le Covid ont octroyé un rôle central à la logistique.

Après une année 2021 exceptionnelle, la logistique est devenue le 2^{ème} secteur en termes de poids dans l'immobilier commercial (20% vs 12% seulement en 2020). 2022 s'annonce encore robuste.

Avec près de 3 M de m² placés depuis le début de l'année, la logistique fait preuve de robustesse, essentiellement en raison du manque de disponibilité des entrepôts : l'offre immédiatement disponible a reculé de 12% au T3 pesant encore un peu plus sur les taux de vacances qui sont à des niveaux historiquement bas (3,1% en moyenne et 0,5% à Lyon par exemple).

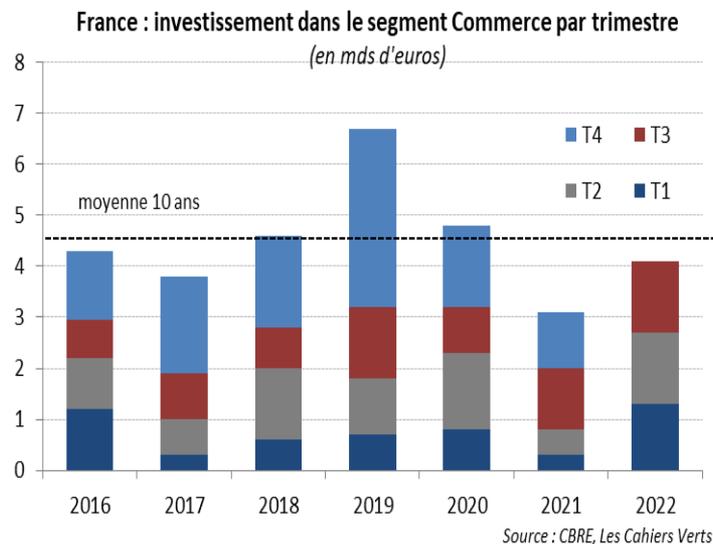
Sur le front de l'investissement, près de EUR 4 mds ont été engagés en 9 mois dont 1,5 md sur le seul T3 (l'investissement sur 9 mois est supérieur de 48% à sa moyenne des 5 dernières années), malgré des perspectives de ralentissement au 4^{ème} trimestre.

L'intense concurrence à l'acquisition a fait descendre le taux de rendement prime à 3% (en Ile-de France) fin 2021. Néanmoins, les taux de rendement ont enclenché leur décompression pour intégrer la remontée des taux souverains. Ils terminent le trimestre à 3,70% (soit +70 pb depuis le T1).

D'une manière générale, la forte augmentation des investissements dans le secteur limite les performances futures.

Mais le secteur bénéficie également de soutiens solides:

- 1/ les nouvelles habitudes de consommation des ménages sont structurelles,
- 2/ la nécessité de se conformer aux critères ESG implique des restructurations d'existants,
- 3/ qui plus est, la volonté de bloquer l'imperméabilisation des sols va mécaniquement limiter l'offre.



Le secteur du commerce a déjà rebondi mais les perspectives immédiates sont moins bonnes avec le ralentissement macro

2021 a bien marqué le creux de la vague concernant les commerces.

Le recul du risque sanitaire, le retour d'une partie des salariés au bureau et le rebond du tourisme ont pleinement profité au segment du commerce.

Au cours des 9 premiers mois 2022, le volume d'investissements a dépassé les 4 mds. Le segment représente désormais près de 20% du total des investissements.

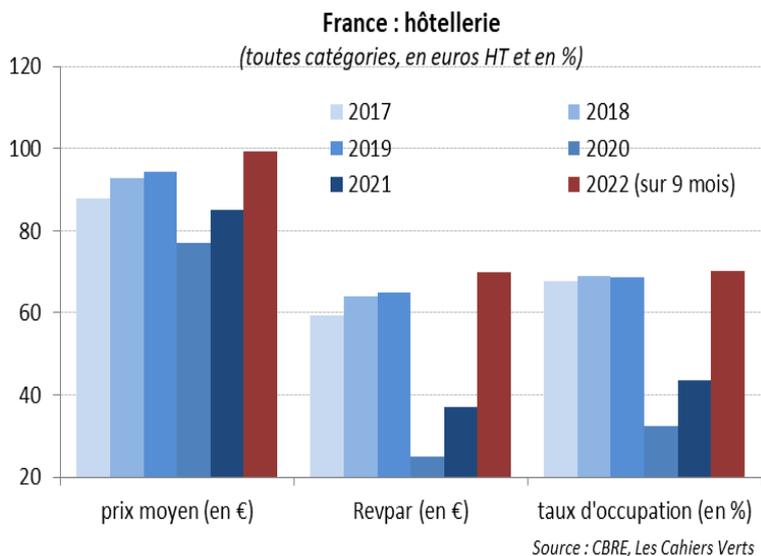
Le secteur du commerce a été le 1^{er} à afficher une stabilisation puis une remontée de ses taux prime avec la crise sanitaire et le confinement mondial (cf. supra).

Celle-ci s'est depuis accentuée avec la forte hausse de l'OAT 10 ans. Le taux prime a progressé de +30pb sur le trimestre à 3,40%.

Cela est appelé à continuer avec la diffusion progressive du durcissement de la politique monétaire européenne, qui ne s'arrêtera pas avant le T1 2023.

D'une manière générale, le tourisme va rester solide mais le rebond est déjà bien intégré. Du côté des ménages, la baisse du pouvoir d'achat va être pénalisante tandis que les entreprises vont souffrir du durcissement des conditions financières.

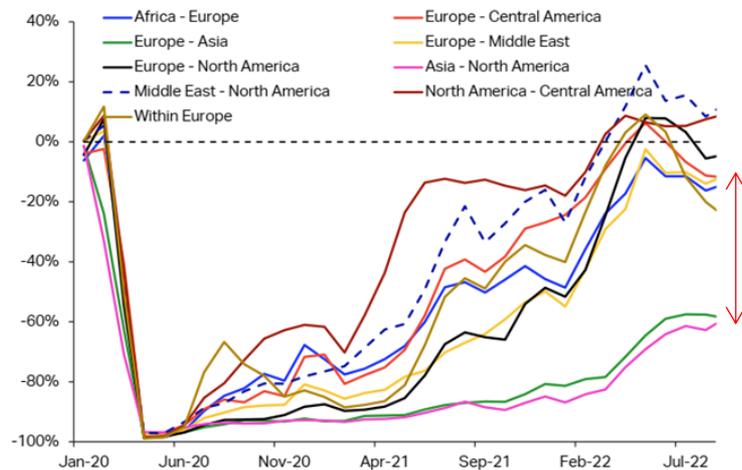
De plus, la croissance des ventes en ligne est structurelle (croissance des revenus moins impressionnante mais plus régulière, le e-commerce représente 14% du commerce de détail). Une part encore importante de commerçants n'ont pas encore opéré un changement de leur modèle économique.



*Le RevPAR correspond au revenu par chambre disponible

Trafic aérien monde : chiffre d'affaires par passagers et kilomètres parcourus

(glissement annuel vs 2019)



Source: IATA Monthly route area statistics

L'hôtellerie a connu des performances très robustes portées par la levée des restrictions de mouvement et la reprise du tourisme

La situation s'est très nettement améliorée dans le secteur hôtelier en 2022.

- Avec la levée progressive des mesures de restrictions de mouvement mi-2021 et l'épargne accumulée durant la pandémie, les ménages ont nettement accru leurs dépenses de tourisme.
- En parallèle, la baisse de l'euro, en particulier face au dollar, a constitué un catalyseur supplémentaire pour le tourisme international.

L'investissement a atteint EUR 1,1 md au T3 2022, en ligne avec les performances du T3 2019. En cumulé sur 9 mois (plus de 2,2 mds) l'investissement est 70% plus élevé qu'en 2021.

En termes de performances (moyennes) au T3 :

- Les taux d'occupation sont en hausse (+26% en moyenne par rapport à l'année dernière, du fait du « revenge travel » et de la baisse de l'euro qui a favorisé l'afflux de touristes)
- Les prix moyens bénéficient de la hausse de la demande (+32%). Le RevPAR (revenu par chambre disponible) est supérieur à son niveau pré-crise.

Cela cache néanmoins de très forte divergences. Paris se distingue très

nettement (RevPar multiplié par 4 vs +123% en moyenne nationale) essentiellement grâce aux retours des touristes.

La hausse de la couverture vaccinale (en particulier à l'étranger) et l'arrivée de nouveaux vaccins adaptés aux nouvelles formes de variants devraient continuer de soutenir le secteur à court terme.

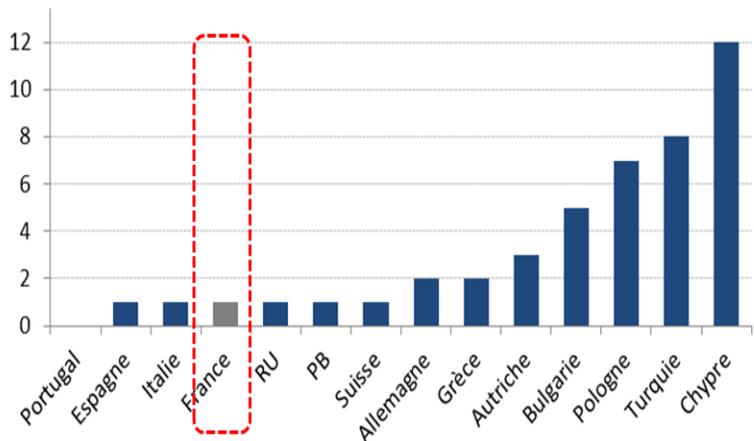
La récente annonce d'un assouplissement par la Chine de ses règles sanitaires à l'entrée comme à la sortie de son territoire préfigure d'une amélioration progressive du tourisme chinois.

Cela étant, nous notons quelques limites qui nous incite à ne pas extrapoler pour 2023 les chiffres de 2022 :

- le « revenge travel » n'est par définition que temporaire ;
- la chute du revenu disponible brut réel va progressivement pousser les ménages à réduire leurs dépenses de tourisme ;
- le maintien de la guerre en Ukraine reste une incertitude supplémentaire bien que très modeste (cf. slide suivant) ;
- le durcissement des conditions de financement.

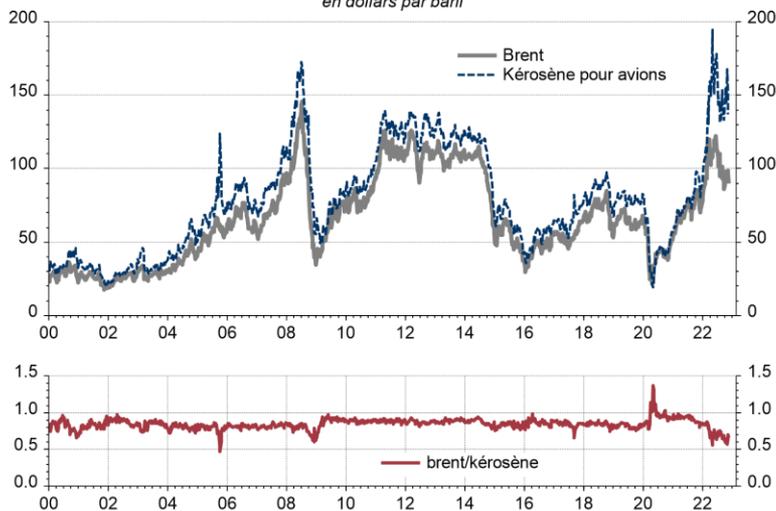


Europe : exposition des principaux pays européens à la Russie et à l'Ukraine
(2021, en % du trafic de/vers total)



Source : IATA, Les Cahiers Verts

Prix du kérosène (pour avions) et Brent
en dollars par baril



Source : Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

L'impact de la guerre d'Ukraine a un effet direct limité sur le trafic, mais attention au prix du kérosène

Suite au déclenchement des hostilités en Ukraine, les occidentaux ont fermé de vastes zones d'espace d'aérien.

Sans surprise, l'Europe est la zone la plus affectée par cette situation.

Pour autant l'impact effectif reste mineur. En 2021 :

- le trafic entre la Russie et le reste du monde représentait 5,2% du trafic international mondial.
- le trafic aérien international à destination et en provenance de la Russie représentait 5,7% du trafic européen total en 2021 ;
- la grande majorité des économies européennes ne sont pas significativement exposées. Chypre, la Turquie, la Pologne et la Bulgarie affichent les plus grandes expositions (5 à 12%).

En 2023, soutenues par la levée de restrictions sanitaires, les perspectives du secteur aérien restent positives.

En effet, l'impact de la guerre d'Ukraine n'est a priori pas très significatif sur le trafic international.

Ce alors que le trafic domestique pourrait retrouver un niveau d'activité proche de la situation pré-pandémie (ce qui n'est pas le cas actuellement - 20% en dessous de 2019)

Attention, cependant à l'impact indirect du conflit : le prix du kérosène restant élevé, il est susceptible de renchérir le prix des billets et donc de réduire les flux de touristes.

Conclusion & Questions