

Alerte

Quel avenir pour l'immobilier français ?

8 juin 2022



LES CAHIERS
VERTS DE
L'ÉCONOMIE

Immobilier résidentiel

Points clés - Immobilier résidentiel

L'immobilier résidentiel français est en difficulté avec un recul brutal des de l'activité et un début de retournement des prix au niveau agrégé (-0,2% du pic au creux).

Les perspectives sont assez médiocres avec une capacité d'achat dégradée :

- 1) l'emploi et les salaires réels ont peu de potentiel
- 2) les conditions de crédit sont mal orientées. Le choc de taux haussier se diffuse à un rythme désormais rapide avec des réticences du côté du Haut Conseil de Stabilité financière pour assouplir les règles d'octroi de crédit (LTV, durée)

Les points rassurants sont liées au fait qu'il n'y a pas d'excès d'offre notable, contrairement à la période 2007/2017. De plus, les prix immobiliers n'apparaissent pas démesurés eu égard à la capacité d'achat et on n'observe pas de déséquilibre majeur sur le plan du financement (baisse de la LTV ces dernières années et taux variables représentant une part négligeable des crédits). Enfin, nous n'attendons pas de retournement macro puissant en France.

Dans l'ensemble, cela plaide pour des pressions baissières dans les mois à venir sans catastrophe néanmoins (recul des prix à venir de l'ordre de 5 - 10% au niveau agrégé), soit des niveaux comparables à ceux observés en 2008/2009 et 2011/2015 (-9% et -7% respectivement). Les perspectives au-delà sont haussières à un rythme modéré avec un revenu réel réduit mais des facteurs limitant l'offre (disparition de la taxe d'habitation/zéro nette artificialisation).

Un point clé de la période post-Covid est une accentuation des flux migratoires vers les villes de taille plus réduite et vers la périphérie des grandes agglomérations, phénomène favorisé par la montée en puissance du télétravail. Cela transparaît dans les prix résidentiels relatifs au profit des plus petites communes, de la couronne et des maisons

Les perspectives au-delà sont incertaines : l'immobilier résidentiel reste un choix dicté par le cycle de vie, ce qui justifie un ajustement graduel mais il est possible que les ménages les plus volontaires en termes de relocalisation aient anticipé leurs déménagements. Fondamentalement, l'intérêt des agglomérations demeure: le prix des biens dépend également de la capacité à accéder rapidement à des services essentiels (commerce, santé, éducation, transports, culture), ce qui suppose une proximité physique.

Quid de Paris ? Les prix ont baissé (-4% désormais du pic au creux) avec des effets accrus d'étalement urbain favorisant la petite et grande couronne en relatif depuis le Covid. L'évolution des prix relatifs entre Paris intra-muros vs la grande et petite couronne a déjà été fortement baissière (-13% et -8% respectivement) et semble intégrer une bonne partie du choc post Covid.

Au-delà, l'étalement urbain avec le Grand Paris, le vieillissement et le réchauffement climatique constituent des vecteurs baissiers prix relatifs Paris intra-muros. La bonne nouvelle néanmoins est que les prix semblent assez raisonnables à Paris, contrairement à ce qu'on entend souvent. **D'une manière générale, Paris n'est pas un ensemble homogène :** les prix résistent mieux dans les segments haut de gamme: les fondamentaux sont assez différents pour ce type d'investisseur (patrimoine diversifié, moindre sensibilité aux taux, retour des flux de non-résidents étrangers au pouvoir d'achat significatif).

Quid des variables clé pour l'immobilier résidentiel français en 2023/2024 ?

Immobilier résidentiel français Déterminants 2023/2024

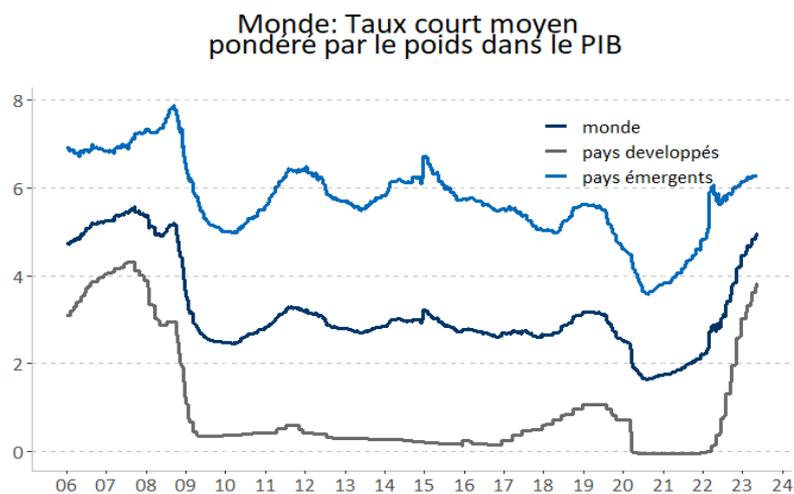
| | Croissance du RDB nominal | Croissance du PIB réel | Durée des crédits | | taux OAT 10 ans | taux crédit immobilier |
|------|---------------------------|------------------------|-------------------|----------|-----------------|------------------------|
| 2023 | 4% | 0.8% | stable | mi-2023 | 2.8% | 2.7% |
| 2024 | 2.5% | 0.8% | stable | fin 2023 | 2.4% | 3.4% |
| | | | | mi-2024 | 2.2% | 2.9% |

Source : Les Cahiers Verts

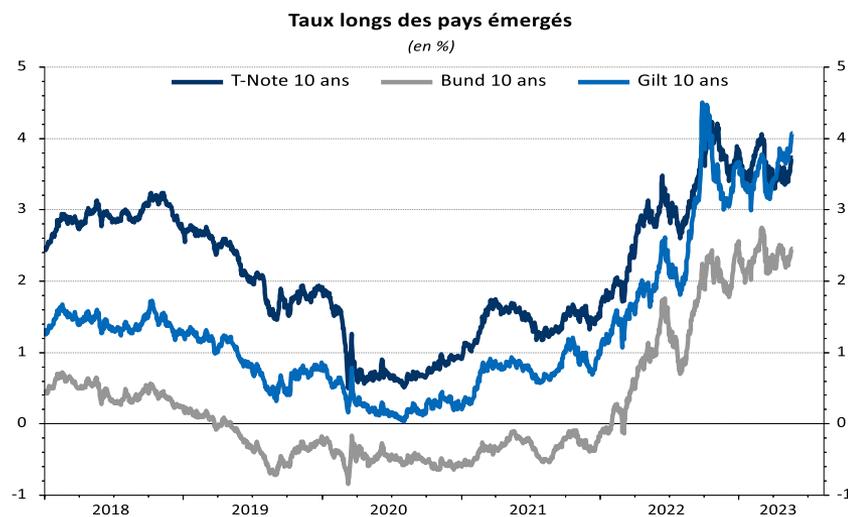
- Le délai historique entre taux longs et taux sur les crédits immobiliers est de 6 mois
- Un pic de taux sur les crédits immobiliers fin 2023 suggère un creux sur les prix immobiliers au S2 2024



L'environnement macro mondial reste marqué par la hausse des taux de politique monétaire et de taux longs de 2022

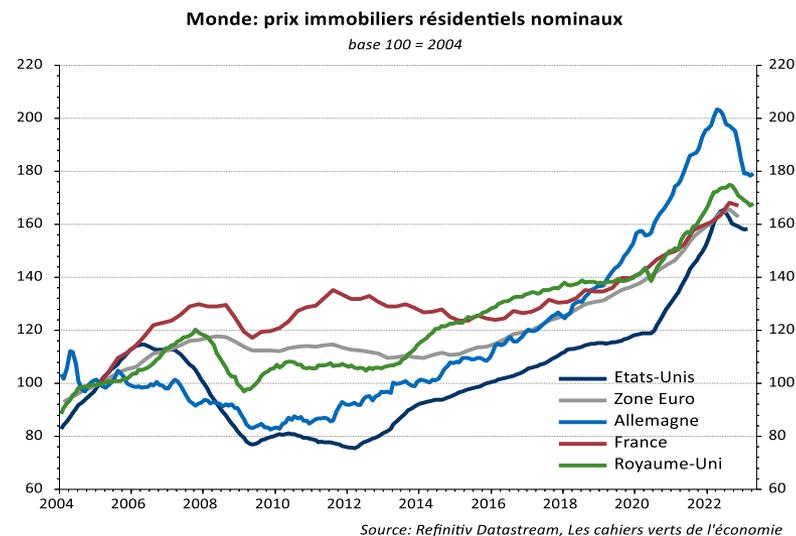
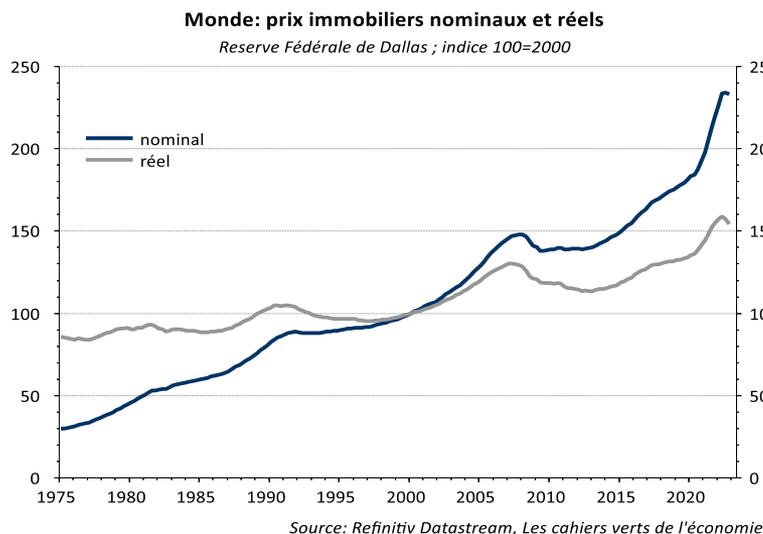


Source: Datastream, Les Cahiers verts de l'économie

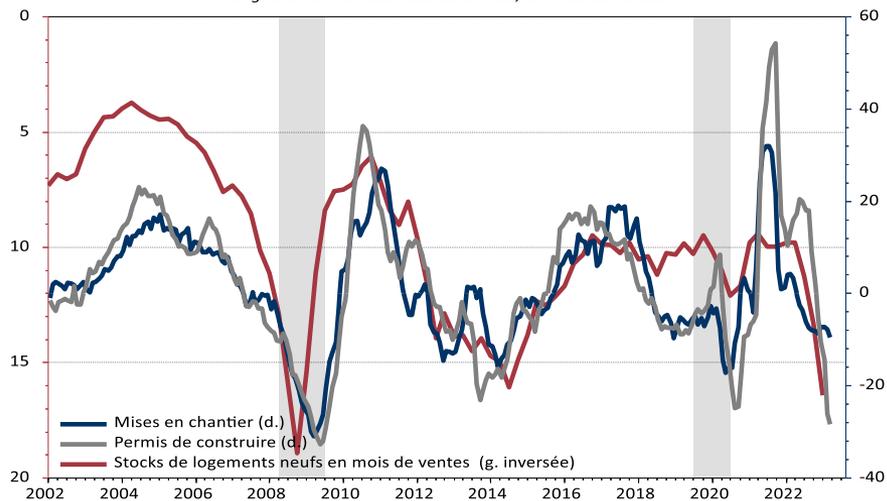


Source: Refinitiv Datastream, Les cahiers verts de l'économie

L'immobilier est un vecteur de transmission de la politique monétaire: l'activité dans l'immobilier a fléchi et les prix baissent au niveau mondial (à l'exception du Japon et de la Chine)



France: Mises en chantier, permis de construire et stocks de logements neufs
en glissement annuel lissé sur 6 mois; en mois de ventes



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

France : crédit immobiliers aux ménages

production de nouveaux crédits (hors renégociations), en milliards d'euros



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

L'immobilier résidentiel français est en difficulté avec un recul brutal des de l'activité

L'activité dans l'immobilier résidentiel décline désormais notablement.

Cela se matérialise par un net recul des ventes de logements, tant dans le neuf que dans l'ancien (plus prononcé dans le neuf avec 25% de recul depuis le point haut du rebond de 2021).

Dans la construction, les mises en chantier se replient brutalement, avec une baisse encore plus marquée des permis de construire (-10% environ pour les mises en chantier en glissement annuel et -30% environ pour les permis).

En outre, on observe un recul notable des perspectives d'activité dans le secteur. L'indicateur de retournement est en chute libre.

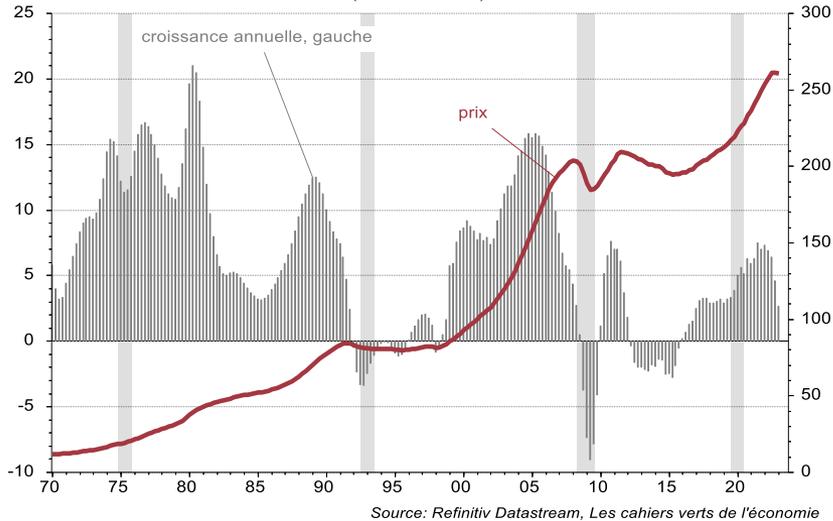
De manière cruciale, l'enquête auprès des promoteurs immobiliers indique un fléchissement brutal de la demande de logements neufs.

D'une manière générale, le durcissement des conditions de crédit se traduit par un net recul des crédits immobiliers aux ménages depuis le T1 2022.

Un point important est le fait que le stock de logements neufs (en mois de vente) augmente de manière substantielle.

Cela suggère qu'il s'agit d'un problème principalement de demande et que les prix immobiliers sont trop élevés pour le moment, suggérant un ajustement baissier à venir.

Prix immobiliers en France
(base 100 = 2000)



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

France : phases de baisse des prix immobiliers réels depuis 40 ans

| | variation des prix du pic au creux (nominal) | variation des prix du pic au creux (réel) |
|-----------|--|---|
| 1980-1985 | | -9% |
| 1991-1997 | -5% | -14% |
| 2008-2009 | -9% | -10% |
| 2011-2015 | -7% | -10% |
| 2022 | -0.1% | -2% |

Source : Datastream, Les Cahiers Verts

Les prix immobiliers résidentiels commencent à fléchir au niveau agrégé

Alors que le pic d'activité dans l'immobilier a été atteint il y a plus d'un an, l'ajustement des prix immobiliers résidentiels français vient seulement de commencer au niveau agrégé.

Les prix ont reculé de 0,2% au T1 2023 dans leur ensemble (-2% en réel depuis le pic de 2021). Ils ressortent encore en hausse de 2,5% sur 1 an au T1 2023.

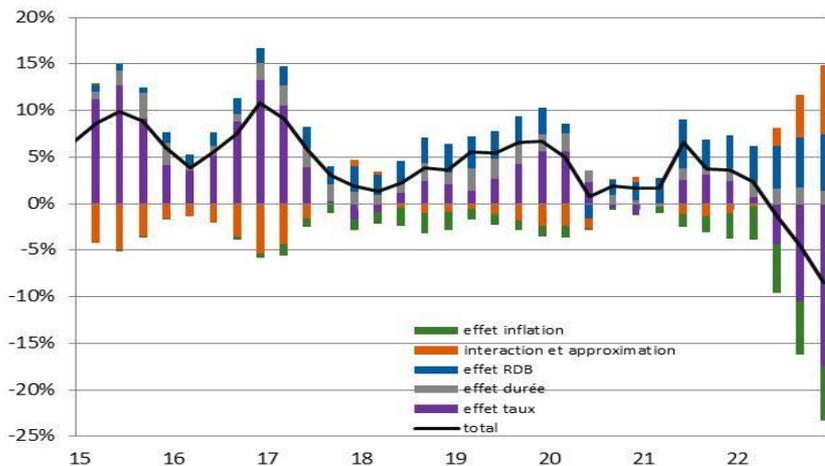
Il s'agit d'un recul très faible pour le moment, eu égard aux baisses antérieures observées après la bulle parisienne de la fin des années 90 (-36% du pic au creux entre 1991 et 1997 à Paris), de la récession de 2008 et du recul tendanciel de 2011 à 2015 (-9% et -7%).

De même, dans le neuf où les prix plafonnent également pour le moment.

En réalité, la baisse n'est véritablement significative qu'à Paris intra-muros (-4% environ depuis le pic dans l'ancien), en lien avec les mouvements migratoires vers la petite et la grande couronne (voir slides suivants).

Les perspectives sont baissières selon nous pour les prochains mois dans un contexte de capacité d'achat des ménages particulièrement dégradée (voir slides suivants).

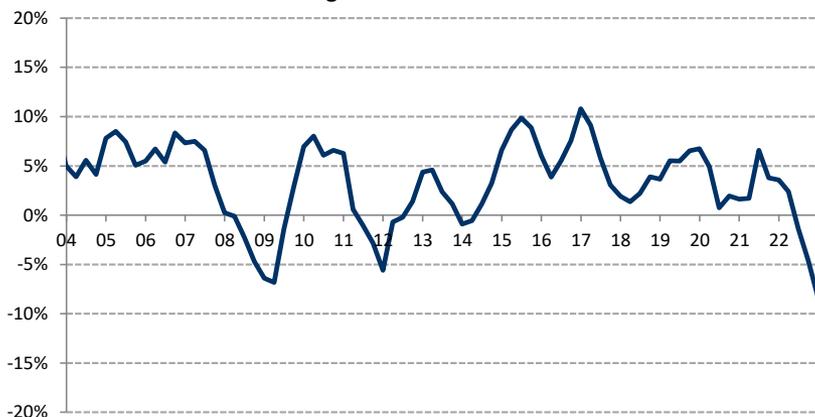
Décomposition de la variation annuelle de la capacité réelle d'achat des ménages dans l'immobilier



Source: Datastream, CGEDD, Les Cahiers verts

- Variation logarithmique. L'effet des taux est approximé via la durée.
- L'évolution des taux et de la durée des prêts induit un effet d'interaction

France: variation annuelle de la capacité réelle d'achat des ménages dans l'immobilier*



Source: Datastream, CGEDD, Les Cahiers verts

* Capacité d'achat fonction du revenu des ménages, du taux moyen et de la maturité des prêts

Dans l'ensemble, la capacité d'achat réelle des ménages est fortement dégradée et a été pénalisante

Les prix immobiliers ont pour déterminant fondamental la capacité d'achat des ménages.

Ensuite, les phases d'excès d'optimisme (ou de pessimisme à l'occasion de récessions) jouent comme un levier sur cette capacité.

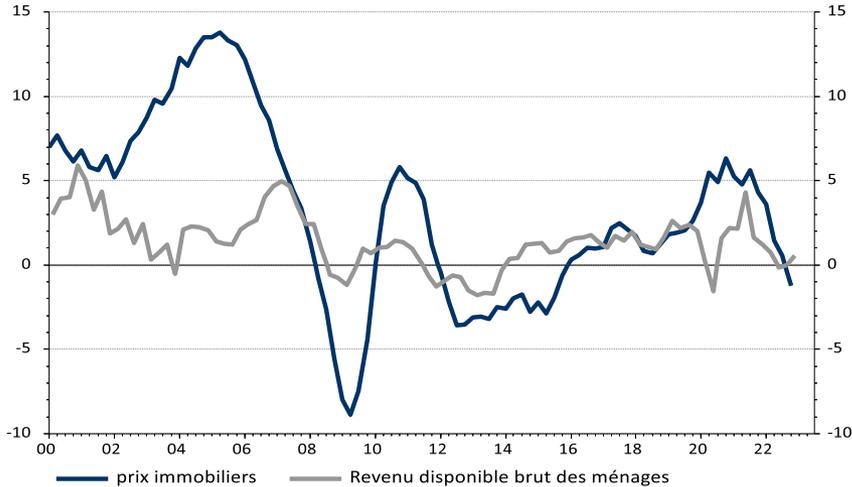
Dans le cas présent, on observe une chute brutale de la capacité d'achat.

➤ Ainsi, après s'être améliorée de plus de 6% en rythme annuel mi-2021 (en termes réels), elle baisse désormais de 8%, soit l'évolution la plus dégradée depuis 20 ans.

- Le RDB réel, qui avait constitué le moteur numéro 1 de la hausse début 2021, est désormais nul, reflétant la hausse de l'inflation qui a rogné le pouvoir d'achat (0% en moyenne annuelle en 2022 après +2,5% en 2021).
- Surtout, la hausse extrêmement brutale des taux sur la période a contribué à un effet puissamment négatif*.
- De son côté, la durée des crédits a continué de progresser et de constituer un soutien.

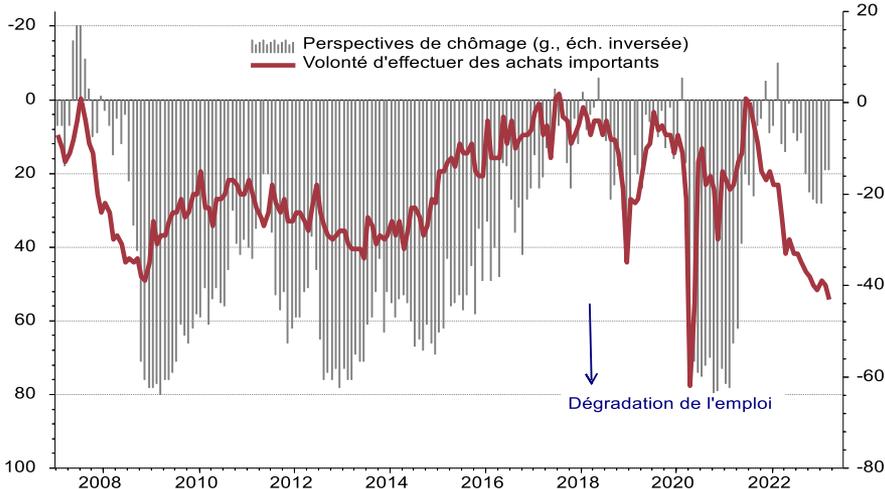
*Pour un revenu mensuel de l'ordre de 4000 euros pour un couple avec 2 enfants, un LTV de 0,85, une durée du crédit de 22 ans et un apport de 50k euros, une hausse des taux de crédit de 150pb à partir de 1% (niveau début 2022) aboutit à une réduction de la capacité d'achat de 40k euros environ sur 320k initialement (environ 15% de choc)

France: revenu disponible brut réel et prix immobiliers réels
en glissement annuel



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

France : perspectives de chômage et volonté d'effectuer des achats importants
(niveau et moyenne de long terme)



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

Les perspectives sont assez médiocres : 1) l'emploi et les salaires réels ont peu de potentiel

Rappelons que l'investissement résidentiel est essentiellement fonction de 4 facteurs macroéconomiques :

- (i) le revenu disponible des ménages
- (ii) le taux de chômage
- (iii) le coût d'emprunt
- (iv) La durée d'emprunt

Pour le 1^{er} paramètre, la tendance a été assez médiocre : la hausse des salaires a largement été absorbée par celle des prix à la consommation.

Le taux de chômage a de son côté baissé de manière rapide en France, reflétant un marché du travail dynamique (6,9% en mars 2023 selon Eurostat vs 7,3% début 2022).

Les perspectives pour les prochains mois semblent assez dégradées.

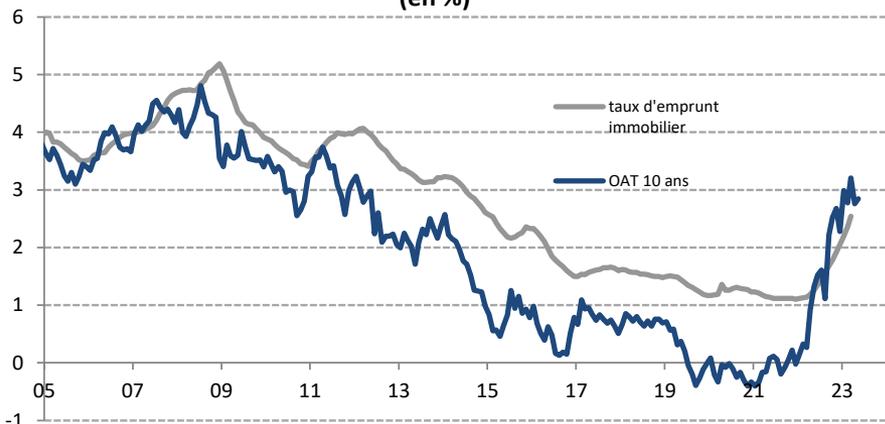
Du côté de l'emploi, les entreprises ont réalisé une forme de rétention sur le marché du travail : elles ont préféré conserver leurs employés dans un contexte de marché du travail tendu.

Cela aboutit à une dégradation de la productivité et une hausse des coûts unitaires salariaux. Or les perspectives d'activité sont assez médiocres pour les mois à venir, ce qui va être pénalisant.

On perçoit déjà des effets chez les ménages, avec vision dégradée sur le front du chômage (contrairement à fin 2021) et un net repli de la volonté d'effectuer des achats importants.

Même avec un contexte de salaires assez robuste, il est difficile d'envisager une hausse du RDB réel supérieure à 1% pour 2023.

France : taux souverain et taux d'emprunt immobilier
(en %)



Source : Datastream, Les Cahiers Verts

Conditions de crédit et demande des ménages (immobilier)
en France



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

2) le choc de taux haussier se diffuse à un rythme plus rapide

Les taux souverains ont bondi en 2022 et restent à un niveau élevé sous l'effet de la hausse de l'inflation et du resserrement monétaire.

Sur l'OAT 10 ans, les taux ont progressé d'environ 300pb depuis début 2022 pour atteindre actuellement environ 3%.

Les mécanismes de taux d'usage dans l'immobilier (taux maximal praticable capé à 33% au-dessus du taux moyenne du trimestre précédent) ont limité le choc sur les taux de crédit en 2022. La contribution des taux immobiliers à la capacité d'achat a été de l'ordre de -15% sur 1 an.

Néanmoins, la fréquence de calcul du taux d'usage a été augmentée depuis début février 2023 (sur une base mensuelle plutôt que trimestrielle pour 6 mois). Cela se traduit par une hausse plus rapide des taux de crédit.

Si l'on tient compte de la relation historique entre taux longs et taux

d'emprunt immobilier, et sur la base d'un taux OAT de l'ordre de 3% au pic (proche du niveau actuel), on peut table sur un taux sur les crédits immobiliers de l'ordre de 3,50% à horizon 6 mois (environ 2,50% actuellement). Rappelons à ce titre que le délai de diffusion habituel des taux longs au taux immobilier est de 6 mois*.

Le choc supplémentaire sur les taux immobiliers sera de l'ordre de 100pb pour un impact sur la capacité d'achat des ménages de l'ordre de 8% environ.

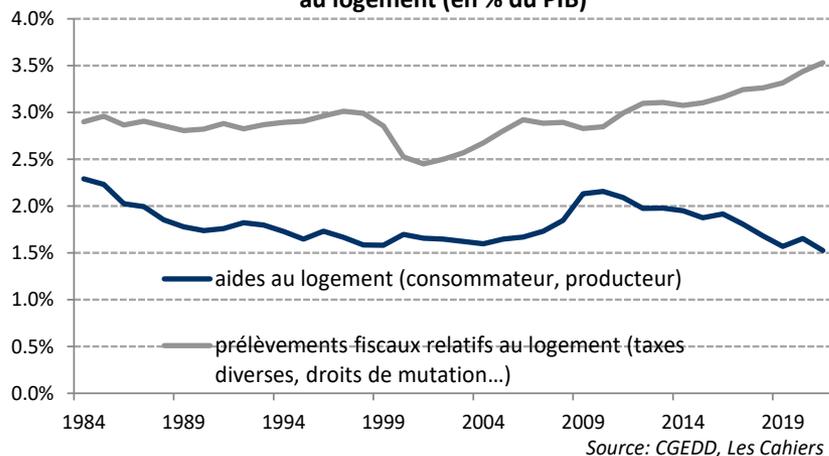
Ajoutons à cela que les craintes cycliques et les difficultés du système bancaire américain ont contribué à un **durcissement des conditions de crédit**.

Dans l'ensemble, il faut s'attendre à une poursuite de la mauvaise orientation du canal du crédit pour l'immobilier, en termes de taux et d'offre.

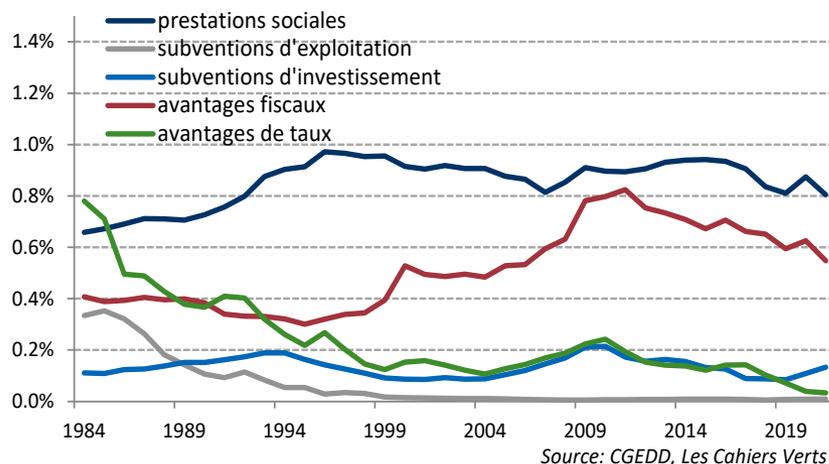
* Nous prévoyons un taux Bund 10 ans de 2,3% mi-2023, 1,9% en fin d'année et 1,7% mi-2024 en lien avec le ralentissement de la croissance nominale. Nous prévoyons un taux OAT 10 ans autour de 2,8% mi-2023, 2,4% en fin d'année et 2,2% mi-2024



France: aides au logements vs prélèvements fiscaux relatifs au logement (en % du PIB)



France: aides au logement selon le type (en % du PIB)



Les mesures récentes annoncées par le gouvernement valident l'idée d'un soutien tendanciel plus réduit au logement

Les mesures phares sur le logement annoncées début juin 2023 sont les suivantes:

- **Prêt à taux zéro prolongé jusque 2027.** Recentrage sur les logements collectifs dans les zones tendues et le logement ancien sous condition de rénovation dans les zones détendues (réduction du champ). Passage de 200 communes de zone détendue à zone tendue
- **Disparition du dispositif « Pinel »** d'incitation fiscale à la construction de logement locatif dans le secteur privé, jugé peu efficace
- **Rachat de 47k logements neufs** par la CDC
- **Diverses mesures** pour le logement social (rénovation, extension de la garantie Visale...)

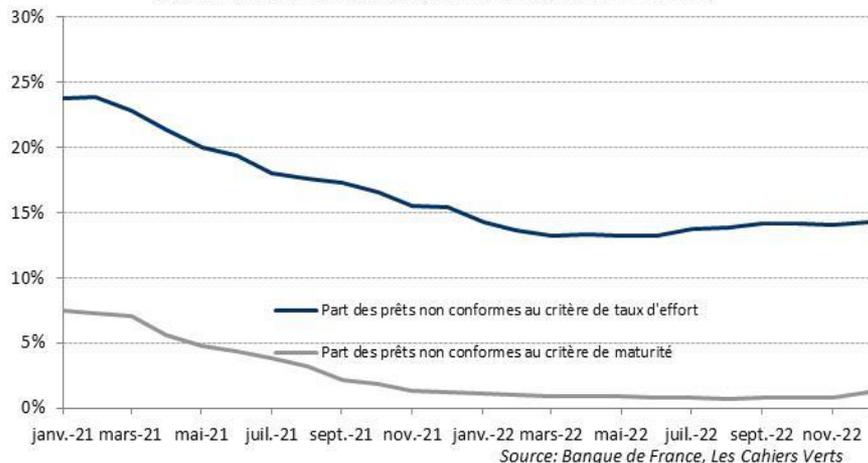
Les annonces récentes sur la réduction du champ du PTZ et la disparition du dispositif Pinel sur l'investissement locatif privé sont de nature à réduire les dépenses de l'Etat à ce titre de 2 mds d'euros par an.

Au total, les annonces valident le désengagement progressif des autorités en termes de soutien à l'immobilier résidentiel*.

- **Les dépenses d'aide au logement sont en recul** de 0,6pt de PIB depuis 2009, phénomène lié à la baisse des avantages fiscaux et de taux (malgré un niveau encore en hausse ces dernières années pour les incitations fiscales pour la production de logement locatif privé).
- **A l'inverse, les prélèvements fiscaux sont une trajectoire ascendante** (plus de 0,5pt de PIB depuis 2009).

* Notre analyse est qu'historiquement ces aides à la demande ont favorisé une hausse de prix compte tenu de la rigidité de l'offre. Pour plus de détails, voir notre alerte du 8 novembre 2017 intitulée « Macron et l'immobilier: vers un derating puissant? » disponible sur notre site web

Part des nouveaux crédits immobiliers non conformes aux recommandations du Haut Conseil de Stabilité financière



Durée des prêts bancaires accordés dans le marché immobilier résidentiel (en années)



Les autorités de régulation ne sont pas enclines à assouplir les modalités d'attribution du crédit

Les ménages français s'endettent de manière croissante pour financer leurs achats immobiliers.

- Depuis plusieurs décennies, la dynamique des crédits à l'habitat est nettement supérieure à celle du revenu disponible brut des ménages.

Et ce, y compris durant la décennie 2010, à la différence de nombreux pays qui avaient connu des excès dans les années 2000 (Espagne, Irlande en Europe).

C'est la raison pour laquelle le Haut Conseil de Stabilité Financière avait émis des recommandations restrictives en matière d'octroi de crédit en décembre 2019.

Ces dispositions ont été assouplies de manière notable en 2021 pour faciliter la reprise mais ont été de nouveau durcies en 2022.

- Si le taux d'effort reste au niveau plus élevé de 2021 (35% vs 33% en

2020), la durée maximale des crédits, qui avait été allongée, revient à son niveau cible de 2020 (-2 ans à 25 ans pour l'ancien).

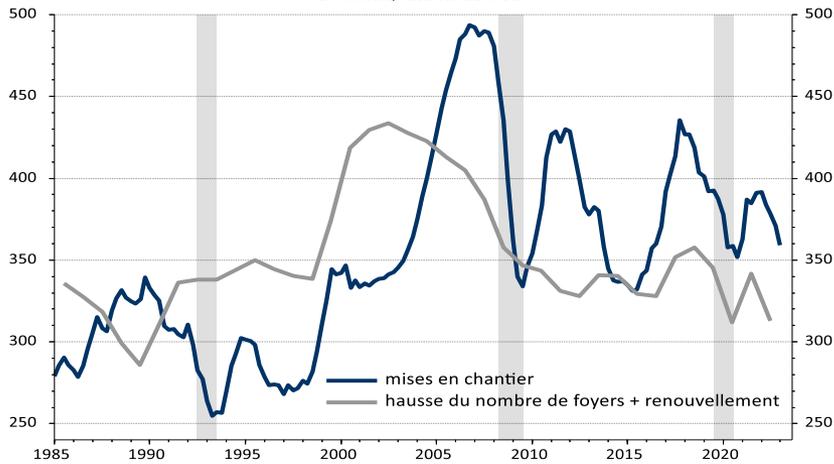
Nous calculons l'année passée un effet défavorable maximal sur la capacité d'achat de 6% pour 2022.

Compte tenu des difficultés actuelles dans le secteur immobilier, le gouvernement souhaiterait un assouplissement des contraintes réglementaires (primo-accédants et investissement locatif).

Le Haut Conseil de Stabilité financière doit se prononcer à ce sujet le 13 juin. Son orientation était à ce titre défavorable les mois précédents sachant qu'on observe une légère dégradation de la conformité des crédits aux critères tant de taux d'effort que de maturité (après une nette amélioration en 2021).

Dans ces conditions, il est difficile d'envisager une hausse de la durée des prêts bancaires.

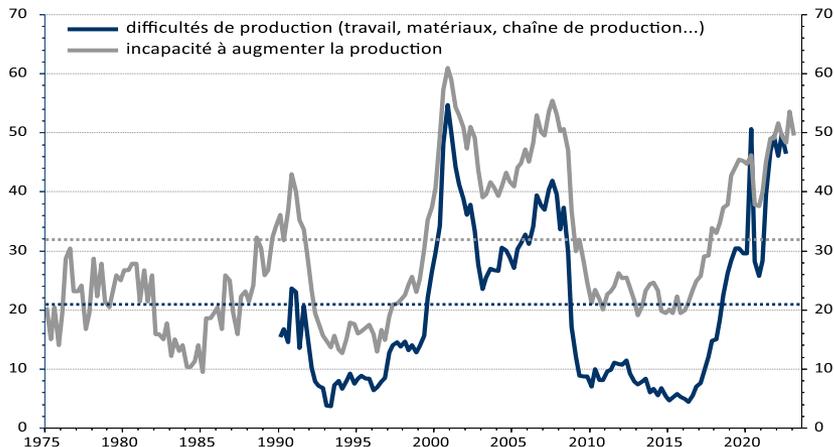
France: Mises en chantier et permis de construire
en milliers, lissé sur 12 mois



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

- Renouvellement lié à la destruction du stock de logements (vétusté, dégâts...)
- Hypothèse: 0.3% du stock de logements

France: facteurs limitant la production
dans la construction



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

Heureusement, il n'y a pas d'excès d'offre notable, contrairement à la période 2007/2017, ce d'autant que la production a été bridée en 2021/2022

Malgré les incertitudes croissantes et la baisse de la demande en lien avec une capacité d'achat dégradée, le marché immobilier ne paraît pas fondamentalement déséquilibré.

En particulier, les mises en chantier de logement neufs évoluent depuis une dizaine d'années dans une fourchette comprise entre 350 et 450K par an.

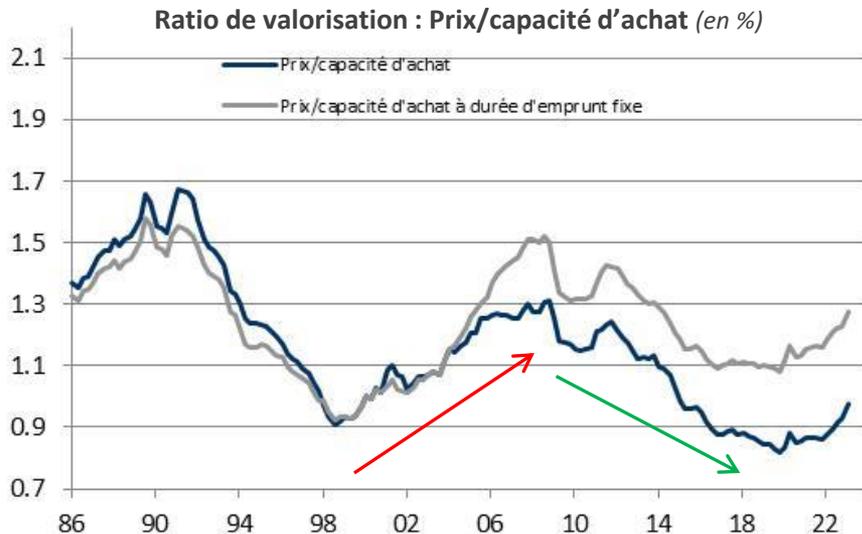
➤ **Ces chiffres sont nettement inférieurs aux 500K atteints ponctuellement en 2007.**

De notre côté, nous estimons que le besoin tendanciel de nouveaux logements est de l'ordre de 350/400K par an.

Ainsi, les données actuelles (formation de foyers observée, demande de logements neufs dans les enquêtes) vs la construction (effective et anticipée dans les enquêtes) semblent indiquer un léger excès d'offre sans démesure néanmoins (contrairement à la période 2007/2017).

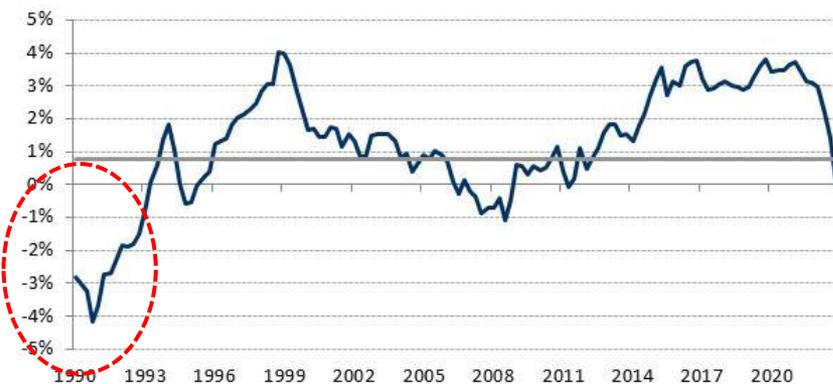
Observons par ailleurs que le marché immobilier a été touché de plein fouet par la hausse du prix des intrants (métaux en particulier) et par des difficultés accrues d'accès à la main d'œuvre en 2020/2022.

➤ **Cela a bridé la production immobilière, empêchant l'apparition d'un excès d'offre très notable.**



Source : Datastream, CGEDD, Les Cahiers Verts

France: prime de risque de l'immobilier résidentiel *



Source: Datastream, Les Cahiers Verts

- Rendement net de charges (loyers – divers frais) – OAT 10 ans
- Les charges sont rétropolées à partir de leur niveau actuel et de leur évolution calculée depuis 2001. Elles sont estimées constantes (19%) avant 2001.

Les prix immobiliers ne paraissent pas démesurés malgré la hausse des taux mais sont peu attractifs

Les prix immobiliers résidentiels français se sont bien comportés face à la contraction de la capacité d'achat des ménages.

Ainsi, après une tendance baissière générale de 2007 à 2020, puis une stabilisation ensuite, le ratio prix/capacité d'achat a crû notablement.

Actuellement, le ratio prix/capacité d'achat apparaît encore un peu faible par rapport à son historique au niveau agrégé (environ 10% en-dessous de la moyenne depuis 1994) suggérant des prix immobiliers raisonnables aux conditions actuelles de taux.

Cela suggère également que les prix peuvent éventuellement reculer de manière plus modérée que la capacité d'achat dans les mois à venir.

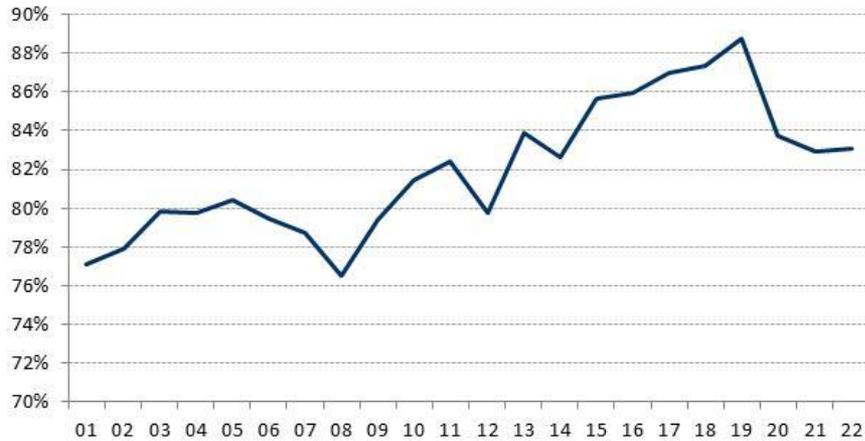
La situation agrégée est très différente de celle de la fin des années 80 caractérisée par une bulle immobilière centrée sur la région parisienne (prix/construction/désencadrement du crédit de la fin des années 80).

De leur côté, les rendements locatifs nets de charges, qui avaient bien résisté par rapport à la baisse tendancielle des taux longs, apparaissent désormais un peu faibles en relatif.

La prime de risque de l'immobilier résidentiel français (au sens écart de rendement net de charge – taux OAT 10 ans) est passée sous sa moyenne longue.

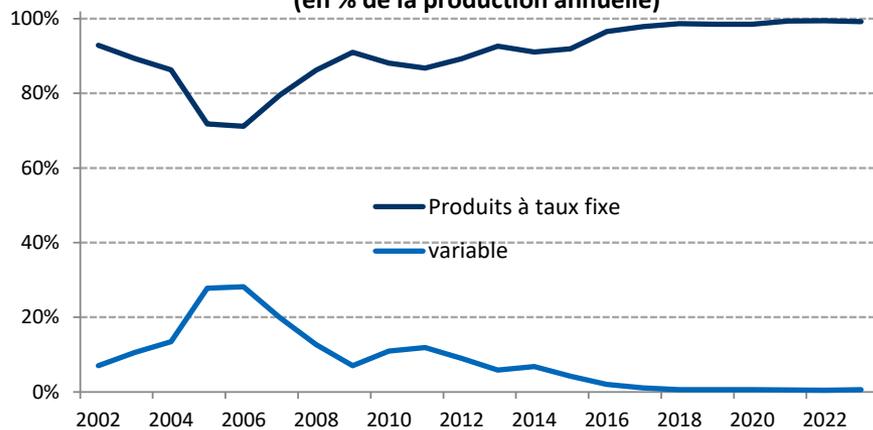
Dans l'ensemble, cela suggère que l'immobilier résidentiel présente peu d'intérêt dans le cadre actuel.

Crédit immobilier à l'habitat en France: LTV moyen à l'octroi



Source: Banque de France, Les Cahiers Verts

France: répartition de la production de crédits par type (en % de la production annuelle)



Source: ACP, Les Cahiers Verts

La solvabilité des ménages reste assez satisfaisante

Le Haut Conseil de Stabilité financière s'inquiète depuis plusieurs années déjà de la question de la solvabilité des ménages français (voir slides précédents).

D'une manière générale :

- si le taux d'endettement a crû en proportion du revenu, il ne paraît pas excessif par rapport aux autres pays européens (dans la moyenne de la Zone euro).
- de même, le taux d'apport personnel a légèrement crû ces dernières années après une longue tendance baissière (17% en 2022 vs 11% en 2019 pour les crédits hors rachats et renégociations). Cela reflète les contraintes réglementaires mises en place depuis 2019.
- Enfin, le taux de crédits douteux est historiquement faible (moins de

1% des crédits aux ménages)

Par ailleurs, le surplus d'épargne financière constitué lors de la crise covid demeure :

- le taux d'épargne des ménages dépasse encore 16% du revenu disponible (vs 14% avant crise).

Par ailleurs, et de façon fondamentale par rapport à la crise immobilière américaine de 2007, l'écrasante majorité des prêts immobiliers est réalisée à taux fixe en France (vs 40% d'émission à taux variable en 2004 aux Etats-Unis). Cela à la différence d'autres pays européens comme la Suède ou la Finlande (50% vs 95% respectivement).

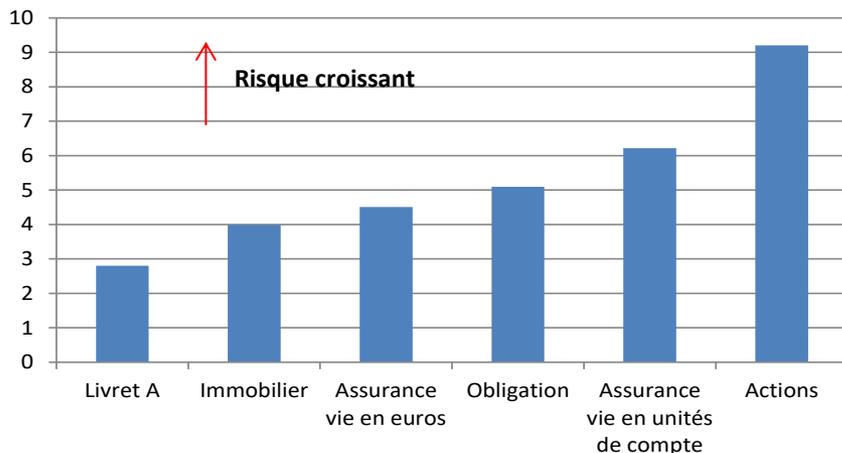
- Cela réduit considérablement le risque de solvabilité des ménages en France dans le cycle actuel avec des ajustements plus graduels.



Prix immobiliers en France et stocks de logements neufs en mois de vente
prix en glissement annuel



France: perception du risque des actifs selon les ménages (2014) *



Source: AMF, Banque de France, Les Cahiers Verts

* Pour chaque actif, moyenne pondérée de trois groupes de perception du risque. Niveau de risque de chaque classe = moyenne simple des valeurs de la classe.

Dans l'ensemble, cela plaide pour des pressions baissières dans les mois à venir sans catastrophe néanmoins

Le choc de taux est encore de nature à pénaliser la capacité d'achat de l'ordre de 10% environ dans les mois à venir.

Le RDB par tête de son côté ne devrait pas croître à tellement plus de 1% en réel en 2023/2024, soit autour de 3/4% en moyenne sur ces deux années.

On peut s'attendre à des effets baissiers sur les prix immobiliers résidentiels de l'ordre de 5/10% environ dans les mois à venir (en fonction du degré d'optimisme des ménages sur l'immobilier et donc de la variation du ratio prix/capacité d'achat).

C'est ce que suggère aussi la hausse du stock de logements en mois de vente, révélatrice d'un niveau de prix actuellement trop élevé.

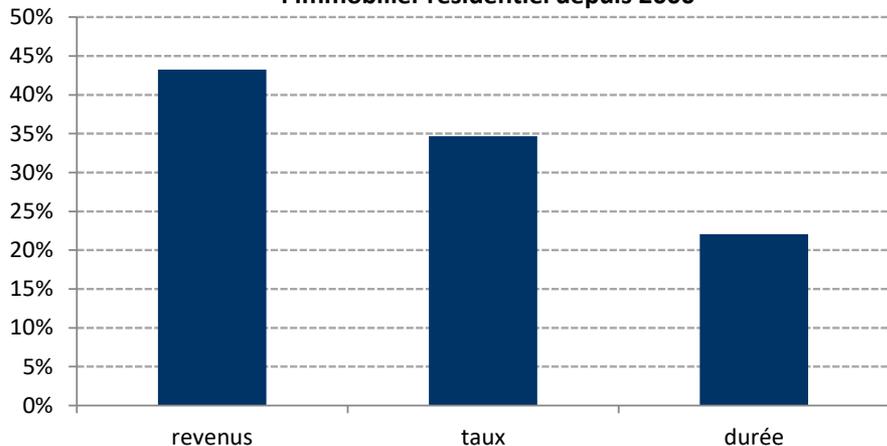
Cela pourrait quelque peu surprendre les ménages, peu habitués depuis 1990 à des baisses de prix nominaux, surtout si l'on tient compte de l'horizon de détention moyen (10 ans environ).

Rappelons que l'immobilier est perçu par les ménages comme un placement moins risqué que l'assurance vie en euros (cf. graphique ci-contre).

L'emploi dans la construction se stabilise actuellement et la situation macro n'est pas si dégradée. Il est difficile d'attendre des incitations fiscales plus favorables à l'égard de l'immobilier neuf pour le moment. Il s'agit plus d'un sujet pour 2024 selon nous en fonction de l'état du marché immobilier. L'Etat a un intérêt fiscal à la bonne tenue de l'immobilier dans la mesure où les recettes fiscales générées par le logement a fortement crû ces dernières années (vs une baisse des aides).

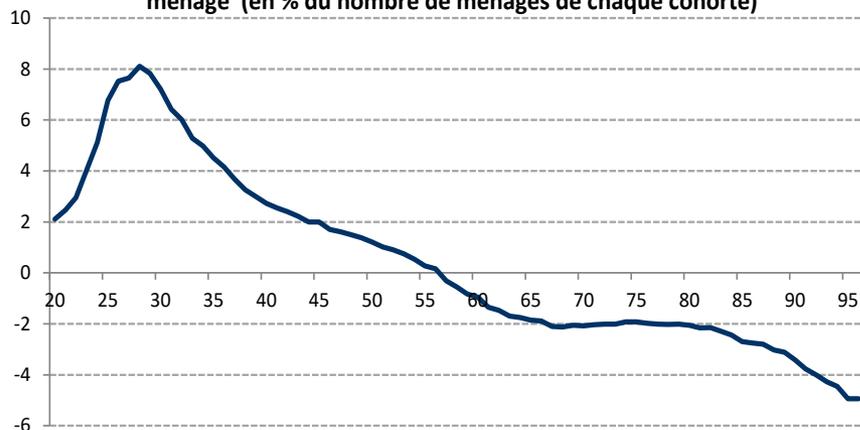
Au-delà, à la faveur du recul des taux longs que nous envisageons (et donc d'un recul des taux longs immobiliers par la suite compte tenu du décalage habituel), on peut table sur un creux des prix au S2 2024.

Contribution à la croissance de la capacité d'achat dans l'immobilier résidentiel depuis 2000



Source: Datastream, Les Cahiers Verts

Solde net acheteur d'immobilier résidentiel par âge du chef de ménage (en % du nombre de ménages de chaque cohorte)



Source: CGEDD, Les Cahiers Verts

La tendance au-delà devrait être légèrement haussière en tendance, mais moins forte que celle observée depuis le début des années 2000

Le revenu disponible des ménages a contribué à hauteur de 45% à la hausse de la capacité d'achat immobilière des ménages entre 2000 et 2021.

Pour le reste, la hausse de la capacité d'achat est provenue du repli des taux (35%) et de l'allongement de la durée des crédits (20%).

Au-delà du choc probable pour les mois à venir, **et si l'on table sur une croissance tendancielle du RDB nominal de l'ordre de 3-4% (1% en réel) et d'une croissance démographique limitée, on aboutit sur une croissance plausible de l'ordre de 2,5% par an.**

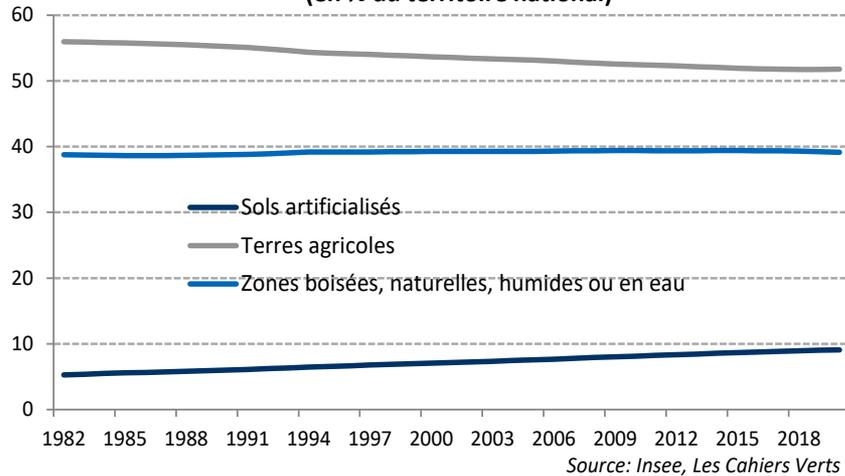
Il convient de retrancher à cela des effets baissiers de quelques points de pourcentage au total en lien avec le vieillissement de la population (hausse nette des ventes associées).

Un point potentiel du côté de la demande pouvant également reflater l'immobilier à horizon 2025 est la baisse de taux longs sur cet horizon si l'on revenait dans un équilibre d'inflation plus réduite nécessitant des taux d'équilibre faibles.

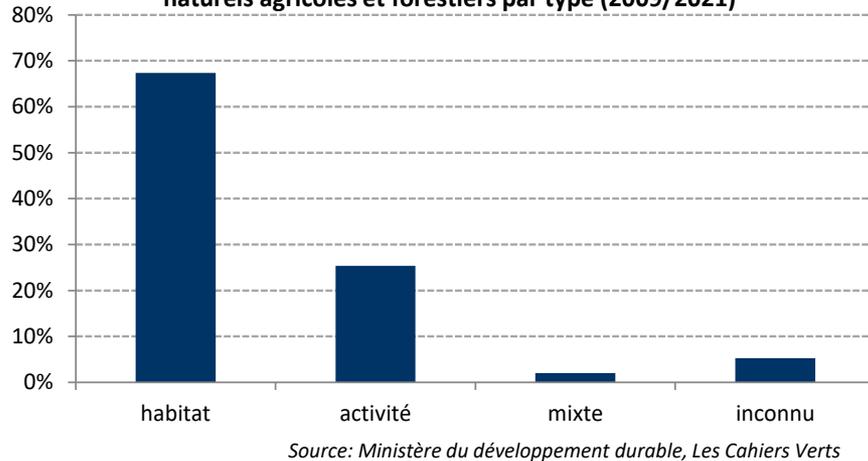
Les éléments liés à l'offre semblent haussiers sur les prix de leur côté avec un accroissement des aspects de rigidité (voir slide suivant).



Évolution de l'artificialisation des sols en France (en % du territoire national)



France: répartition du flux de consommation d'espaces naturels agricoles et forestiers par type (2009/2021)



Les évolutions règlementaires (zéro artificialisation nette, disparition de la taxe d'habitation) sont de nature à contraindre l'offre dans les prochaines années

La disparition de la taxe d'habitation (ressource financière historique des communes) pousse encore moins les élus à favoriser la construction résidentielle locale.

Par ailleurs, les dispositions règlementaires liées à la zéro artificialisation nette prennent forme.

En effet, les objectifs sont ceux d'une réduction de la consommation des sols de l'ordre de 50% à horizon 2030 (réduction du flux de territoire naturel, agricole ou forestier mobilisé annuellement pour la construction / infrastructures) avec un objectif d'artificialisation nette de zéro à 2050.

En France, le développement urbain et la croissance démographique ont favorisé une artificialisation croissante (environ 9% du territoire national est

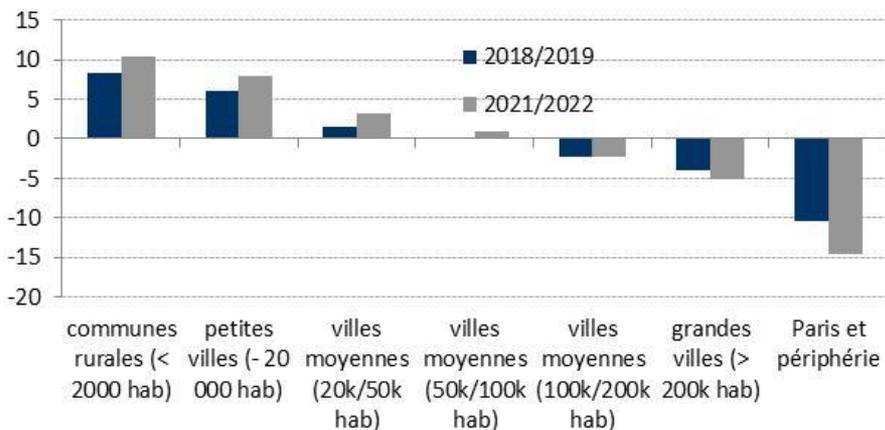
artificialisé vs environ 5% en 1982).

Cela bénéficie principalement à l'habitat (2/3 des flux de consommation d'espace naturels depuis 2009).

Cette contrainte est de nature à rigidifier l'offre au niveau agrégé par rapport aux décennies antérieures et à exercer une force à la densification (pour réduire l'emprise du bâti sur le sol). Cela à la différence des préférences exprimées par la population post Covid.

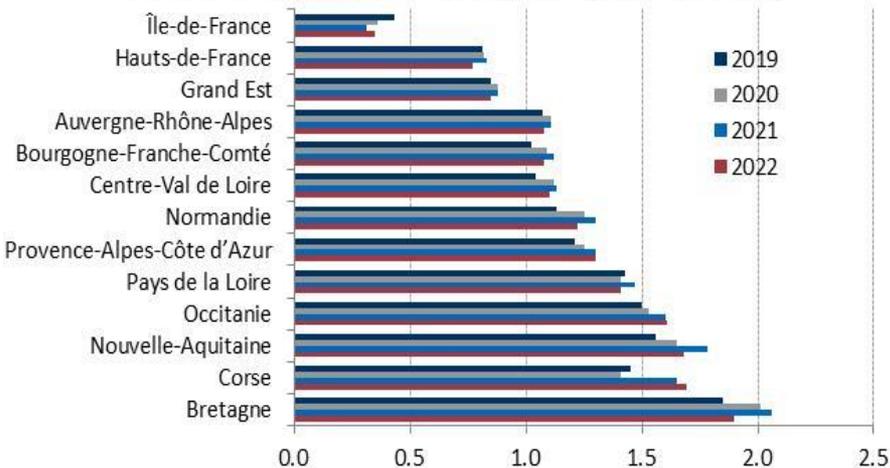
Si l'on envisage une réduction de la consommation de sol de l'ordre de 10k hectares par an (vs un scénario standard), cela impacterait de 2% la surface artificialisée totale sur 10 ans. **En supposant une élasticité unitaire, l'impact sur les prix immobiliers serait de +2%.**

Solde migratoire pour 1000 ménages par catégorie d'unité urbaine



Source: Ministère du développement durable, Les Cahiers Verts

Ratios des entrées sur les sorties par région de France métropolitaine selon les données de réexpédition de La Poste



Source: Insee, Les Cahiers Verts

Avec la crise sanitaire, les grandes agglomérations ont perdu une partie de leur attrait au profit des villes de taille plus réduite

La crise du Covid a renforcé les tendances migratoires que l'on observait déjà auparavant.

On observe un désamour croissant des grandes villes (+200k habitants).

A l'inverse, les petites villes, les villes de taille moyenne et les communes rurales (moins de 50k habitants) ont vu leur attractivité s'amplifier.

D'une manière générale, l'IDF ainsi que Paris et sa banlieue voit un déclin assez net de population (-15 départs nets pour 1000 ménages en 2021/2022).

L'Île de France est la région française dont le solde net d'entrées vs les sorties est le plus faible.

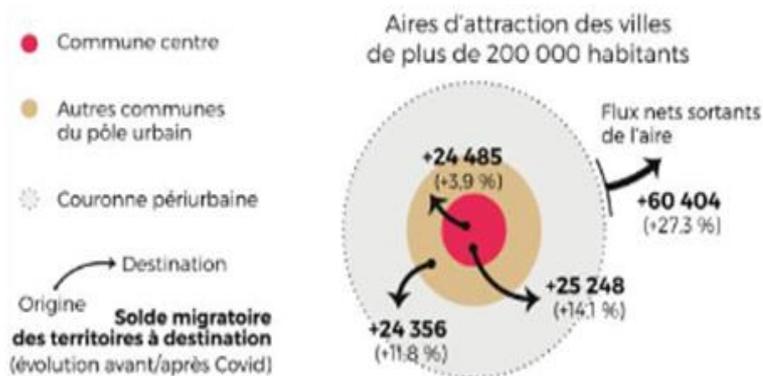
Notons en ce qui concerne Paris que le solde migratoire est négatif depuis les au moins les années 50 (baisse de la population depuis 2012). Il ne s'agit donc pas d'un phénomène nouveau.

Les Français privilégient notamment depuis le Covid les zones littorales (Bretagne, Nouvelle-Aquitaine).

Le facteur climatique joue probablement aussi un rôle important dans le choix de ces destinations.

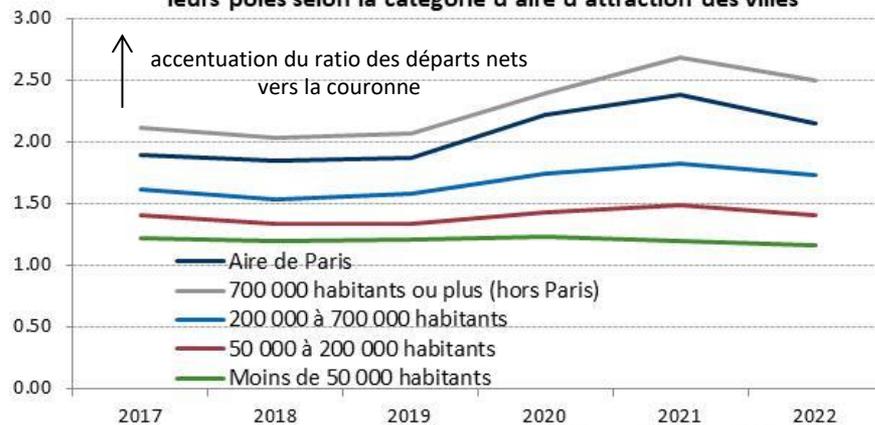


Flux migratoires définitifs dans les villes des plus de 200k habitants (mars 2020 – mars 2021)



Source: La Poste, unité de recherche CESAER

Ratios des entrées sur les sorties des couronnes par rapport à leurs pôles selon la catégorie d'aire d'attraction des villes



Source: Insee, Les Cahiers Verts

La phase post-Covid a également favorisé des flux migratoires des centres-villes vers la petite couronne

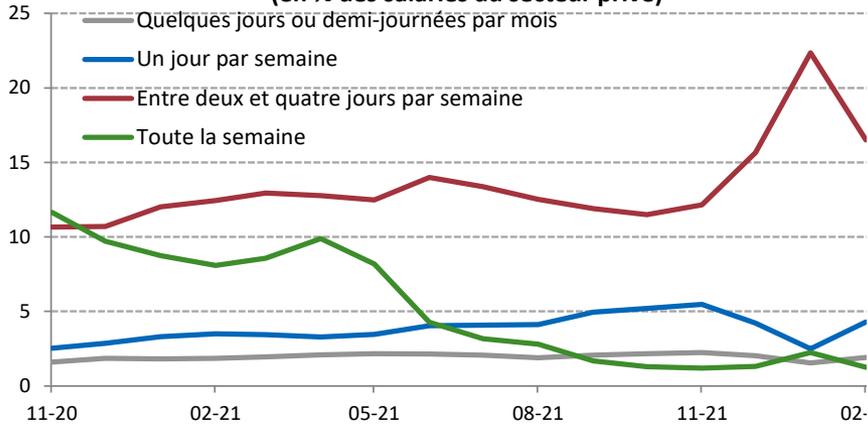
L'autre évolution notable depuis le Covid est la migration en périphérie des agglomérations.

Dans les aires d'attractions des villes de plus de 200k habitants, les migrations nettes du centre vers la petite couronne et la grande couronne se sont intensifiées (respectivement de 3% et 14%).

De même pour les flux de la petite couronne vers la grande couronne périurbaine (+12%).

Ce phénomène d'accroissement des flux migratoires du centre vers la périphérie concerne essentiellement les agglomérations de plus de 50k habitants (voir graphique du bas) avec un effet particulièrement marqué pour l'aire de Paris et les agglomérations de plus de 700k habitants.

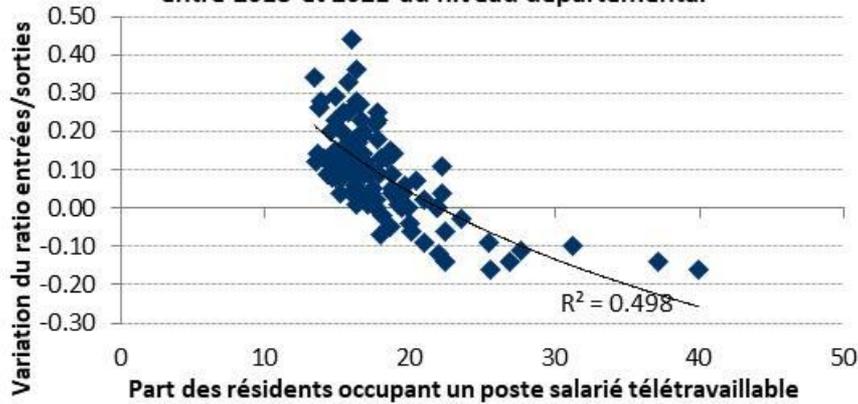
France: salariés effectuant du télétravail (en % des salariés du secteur privé)



Source: Dares, Les Cahiers Verts

* La durée modale et moyenne du télétravail pour les personnes le pratiquant est de 2 jours par semaine

Part des résidents occupant un poste de salarié télétravaillable et variation du ratio entrées et sorties entre 2018 et 2021 au niveau départemental



Source: Insee, Les Cahiers Verts

La mise en place durable du télétravail a constitué un vecteur déterminant des mouvements de population

Le télétravail est une conséquence durable de la crise sanitaire.

Après une mise en place à marche forcée en 2020/2021 compte tenu du contexte, les accords et avenants de télétravail se sont multipliés (10 fois plus en 2021 qu'en 2017 selon la Dares).

Environ 40% des accords signés sont des accords à durée indéterminée avec une durée modale de 2 jours de télétravail sur 5 (50% des accords).

Ainsi, début 2022, plus de 15% des salariés du secteur privé effectuaient 2 jours de télétravail par semaine (5% environ 1 fois par semaine).

Il s'agit d'une masse assez significative de personnes susceptible de déménager en raison d'une réduction du temps moyen passé pour se rendre au travail.

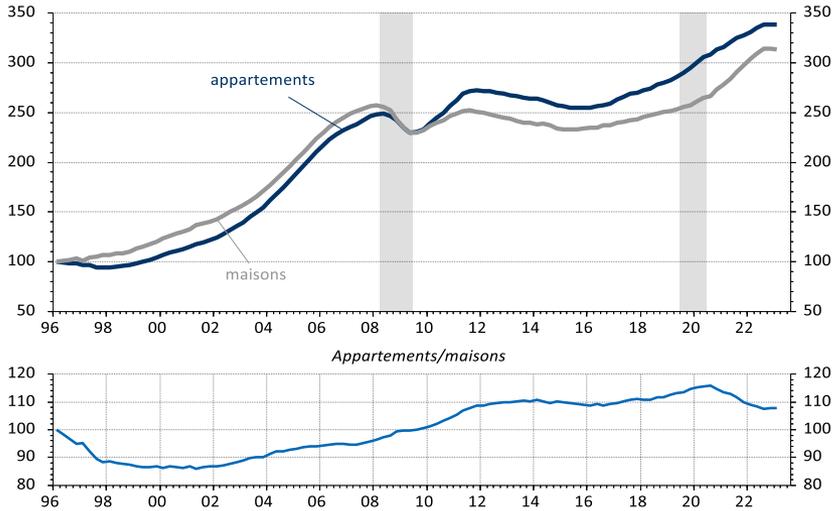
L'évolution des ratios entrées / sorties des villes confirme cette intuition.

On observe un lien notable entre la dégradation des entrées nettes dans les zones où les postes télétravaillables sont plus importants (entre 30 et 40% des salariés dans certains départements d'IDF).

Il faut aussi être conscient des limites du travail à distance : il comporte notamment un risque majeur pour deux aspects clés du travail en équipe, le capital social (avantages que nous tirons de nos interactions avec des personnes) et l'innovation.

France: prix immobiliers des appartements vs maisons

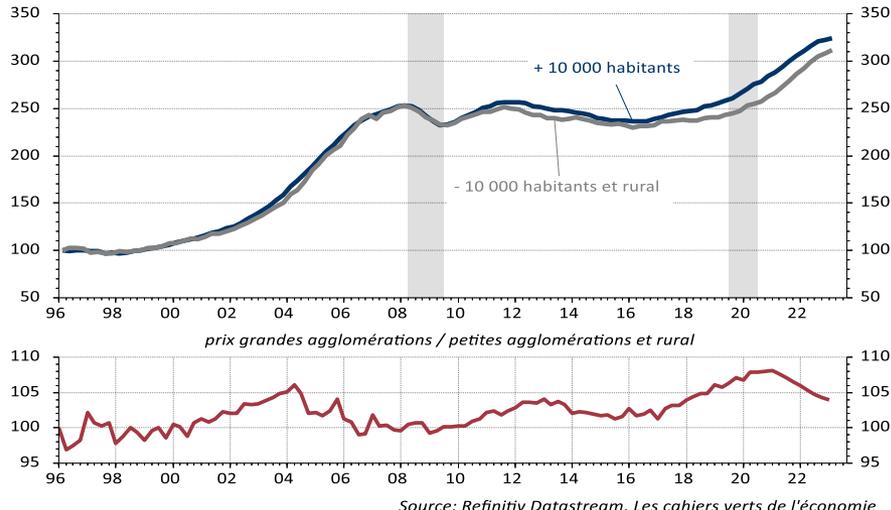
base 100 = 1970



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

France : prix immobiliers résidentiels en province

(base 100 = 1996)



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

Cela transparait dans les prix résidentiels relatifs au profit des plus petites communes, de la couronne et des maisons

En province (hors Paris), la tendance haussière des prix en centre-ville vs banlieue s'est interrompue et légèrement inversée.

On observe un effet plus notable de recul des prix des villes de taille plus importante vs les petites villes et du prix des appartements vs les maisons.

La question est de savoir si l'intégralité du choc post Covid s'est déjà produite sur les prix. Les changements de préférence sont bien là et la question est leur manifestation.

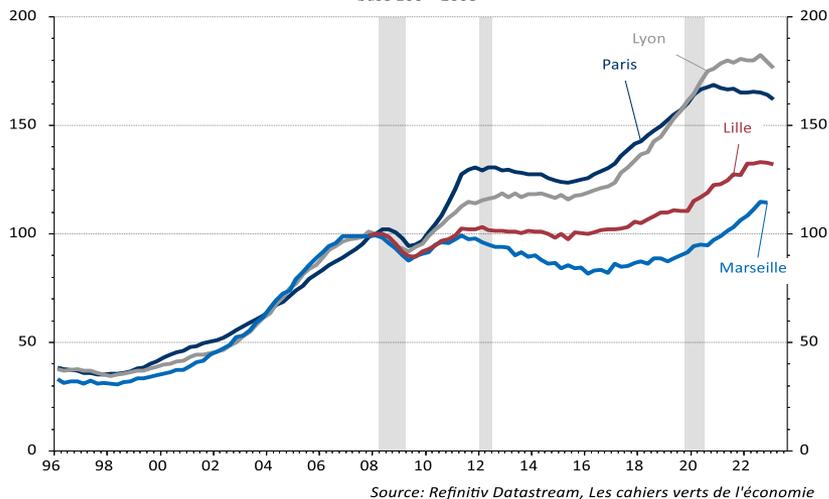
- L'immobilier résidentiel reste un choix dicté par le cycle de vie, ce qui suggère des effets progressifs des changements de préférence sur les prix. A l'inverse, les ménages les plus motivés à l'idée de bénéficier du télétravail ont pu quelque peu anticiper leurs déménagements.
- Les études menées en France montrent déjà des effets notables post Covid (réduction de l'effet prix lié à la densité et à la proximité du

centre de respectivement 30% et 5%).

- Au-delà, Il ne faut pas oublier que la valeur d'un bien immobilier ne provient pas uniquement de ses qualités intrinsèques, mais également de ses externalités, la capacité à accéder rapidement à des services essentiels (commerce, santé, éducation, transports, culture), ce qui suppose une proximité physique. L'intérêt des agglomérations demeure et cela devrait se matérialiser par un étalement urbain, plutôt favorable à la périphérie des villes.
- En outre, les flux de déménagement suggèrent des perspectives tendancielle longues plus favorables aux agglomérations de taille plus réduite (vs les très grandes villes). Cela suppose que les bassins d'emploi s'approfondissent dans ces zones (à l'occasion d'une forme de ré-industrialisation de ces zones).

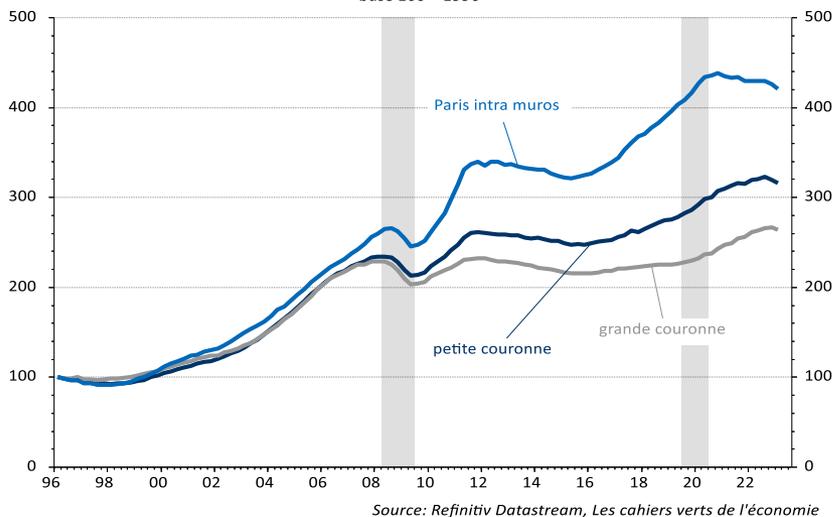
Prix immobiliers résidentiels: France, Lyon, Marseille, Lille

base 100 = 2008



France: prix immobiliers à Paris et en banlieue parisienne

base 100 = 1996



Quid de Paris ? Les prix ont baissé avec des effets accrus d'étalement urbain favorisant la petite et grande couronne

La tendance post-Covid se confirme avec le déclin des prix immobiliers à Paris vs la province, la France et les autres grandes agglomérations.

- Les prix immobiliers parisiens ont perdu plus de 4% depuis le pic du T4 2020 (en nominal) au T1 2023.
- Les indicateurs à haute fréquence suggèrent d'ailleurs une poursuite de la baisse au T2 (de l'ordre de 2% supplémentaires environ).

On observe désormais une baisse plus généralisée à la région parisienne, la petite et grande couronne ayant été épargnée en 2022 (-2% sur la petite couronne depuis le T3 2022 et -0,5% en grande couronne).

D'une manière générale, depuis le T1 2020, les prix ont progressé de 13% et 8% respectivement en grande couronne et petite couronne contre un recul de près de 2% à Paris.

Cela confirme nos observations antérieures, avec une préférence pour la banlieue en raison d'un désir d'espace accru post pandémie (l'étalement urbain étant facilité par la mise en place du télétravail plusieurs jours par semaine).

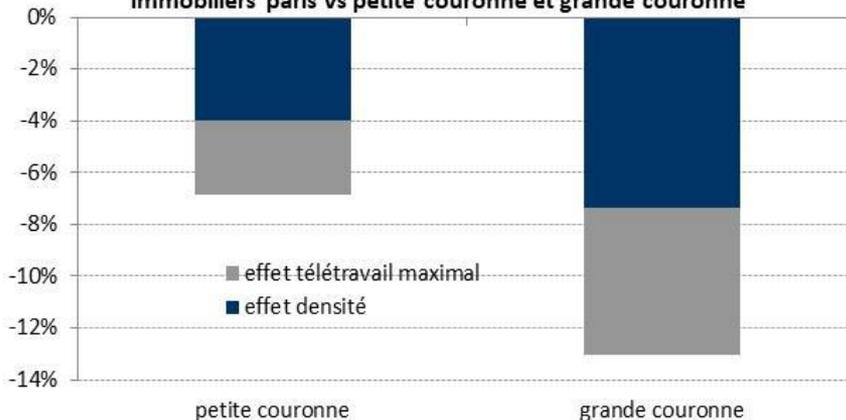
Isochrone à 40 minutes en transport en commun au départ du centre de Paris *



Source: Apur

* zone atteignable en 40 minutes au départ du centre de Paris

Effet post-Covid théorique sur les prix relatifs des biens immobiliers paris vs petite couronne et grande couronne



Source: Insee, Les Cahiers Verts

L'évolution des prix relatifs dans la région parisienne suggère que les effets post-Covid et ceux liés au télétravail sont largement intégrés

L'effet de prix relatif petite couronne /grande couronne vs Paris a déjà été très notable.

La question est de savoir si cela va se poursuivre. Nous avons détaillé dans les slides précédents notre manière de raisonner avec probablement des effets graduels dans le temps en raison des aspects cycles de vie, fondamentaux dans l'immobilier.

Il reste intéressant de réaliser des calculs normatifs pour les comparer aux variations observées.

Sur la base d'un papier de recherche sur données françaises post-Covid, il est possible de quantifier les effets liés à la réduction de l'intérêt de la densité à Paris vs la grande couronne/petite couronne (effet empirique).

L'ordre de grandeur sur les prix vs Paris justifie une baisse relative des prix à Paris l'ordre de 7% et 4%.

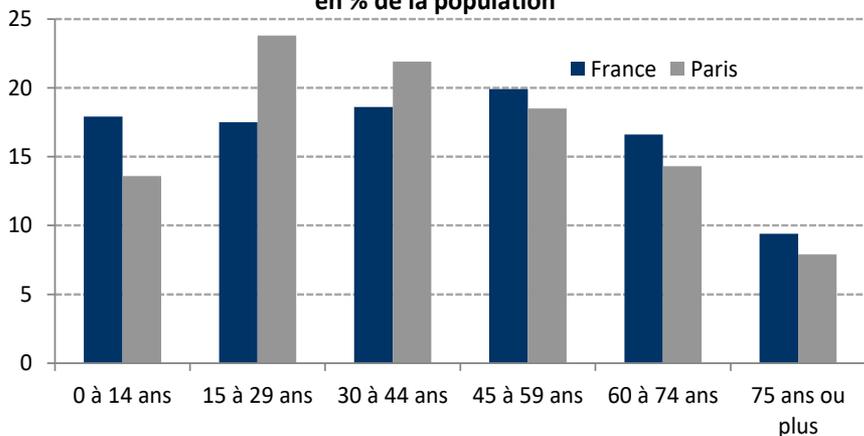
Nous ajoutons à cela un effet lié au télétravail pur (indépendamment de la densité). Dans ce cadre, l'intérêt d'un logement au centre de Paris est directement lié à la réduction du temps de transport pour se rendre au travail vs un logement en périphérie.

Sous certaines hypothèses (durée de trajet, valorisation du temps passé dans les transports, part de l'emploi télé-travaillable et durée du télétravail, part des actifs), nous estimons un impact maximal du télétravail sur les prix relatifs de l'ordre 6 à 3% sur la petite couronne et la grande couronne respectivement.

Les effets totaux sont assez proches de ceux observés depuis le T1 2020 sur les prix relatifs en grande couronne/petite couronne vs Paris. Cela suggère qu'une bonne partie des effets post-Covid sont déjà intégrés en région parisienne.

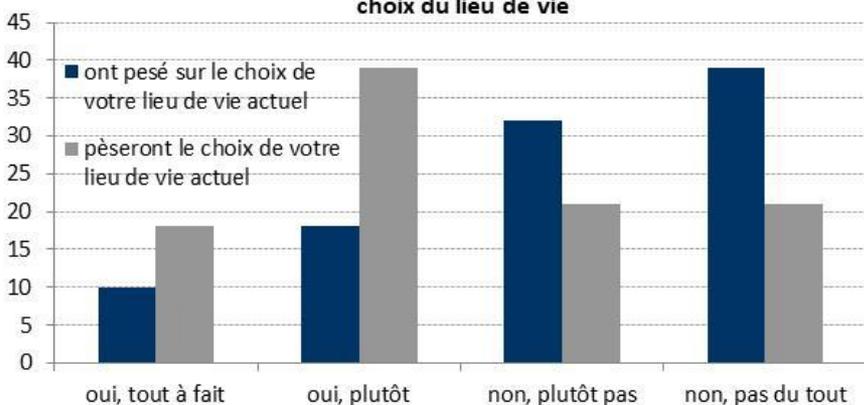
Structure démographique: France vs Paris (2019)

en % de la population



Source: Insee, Les Cahiers Verts

Sondage 2022: Les effets du réchauffement climatique et choix du lieu de vie



Source: Observatoire national du cadre de vie, Les Cahiers Verts

Structurellement, l'étalement urbain avec le Grand Paris, le vieillissement et le réchauffement climatique constituent des vecteurs baissiers sur les prix relatifs de Paris

Les forces tendancielles ne semblent pas spécialement favorables à Paris intra-muros dans les prochaines années.

Il y a d'abord les effets liés au « Grand Paris » qui vont favoriser l'étalement urbain au fur et à mesure de sa mise en service.

Ensuite, il y a le vieillissement. Si les personnes âgées sont attachées à avoir des commerces de proximité ainsi que des établissements de santé, il n'en reste pas moins que les personnes âgées sont sous-représentées à Paris vs le reste de la France: l'effet démarre à partir de la tranche 45/59 ans pour s'accroître ensuite.

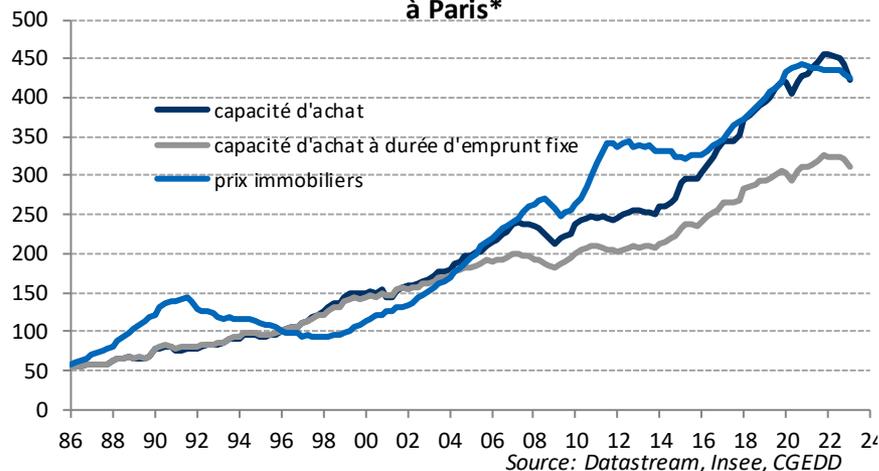
Par ailleurs, le vieillissement de la population et la réduction de la part d'actifs dans la population est de nature à réduire l'ampleur de l'effet haussier prix au titre du travail lié à la proximité au centre-ville (malgré une hausse du taux de participation des séniors).

Enfin, il y a la question du réchauffement climatique. Les Français sont de plus en plus conscients du réchauffement climatique.

Ils considèrent par ailleurs que cela aura un impact de plus en plus important sur le choix de leur lieu de vie. A cet égard, Paris est réputé pour des îlots de chaleur particulièrement intenses.

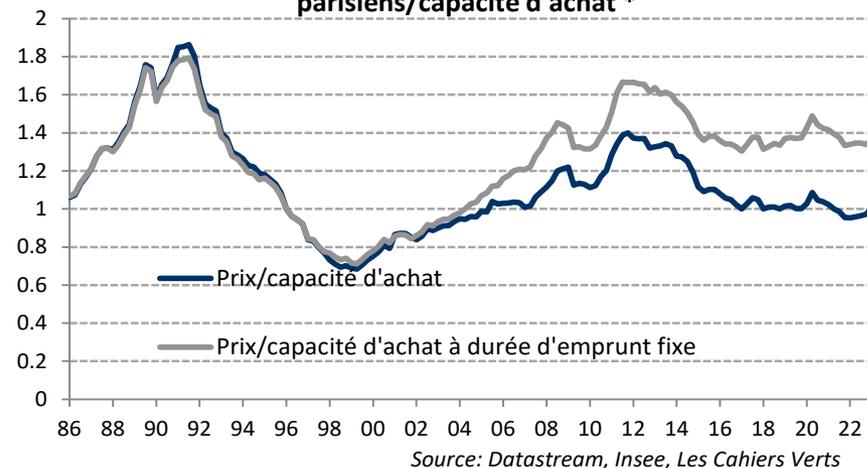


Capacité d'emprunt et indice des prix immobiliers à Paris*



- (1) Tient compte du revenu parisien, du taux moyen et de la maturité des prêts
 (2) Tient compte du revenu parisien, du taux moyen, la maturité est considérée stable

Ratio de valorisation : Prix résidentiels parisiens/capacité d'achat *



* les taux et la durée des prêts correspondent à la moyenne française.
 Les revenus correspondent aux revenus moyens parisiens

La bonne nouvelle est que les prix semblent assez raisonnables à Paris, contrairement à ce qu'on entend souvent

Une question récurrente des investisseurs est le caractère cher ou non des prix immobiliers parisiens.

- Cela d'autant que la hausse du marché parisien depuis 1998 a été phénoménale (+350%).

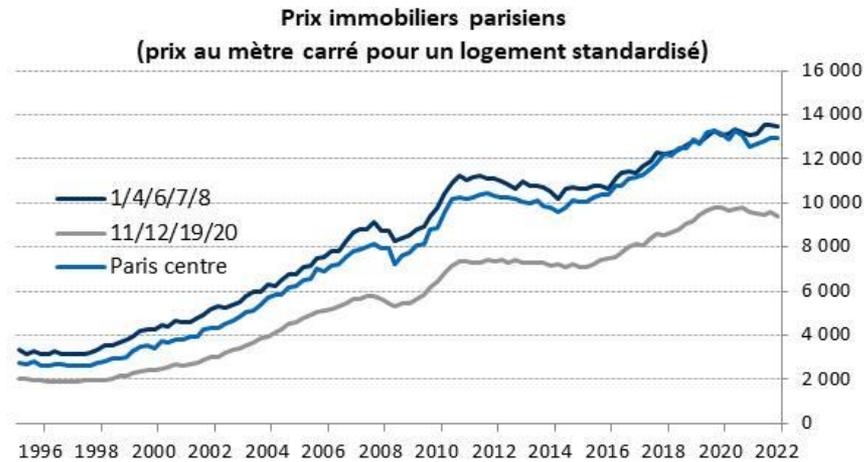
Rappelons d'abord que cette performance intervient après une compression substantielle depuis le pic de 1990 (-1/3 du pic au creux en nominal, plus de 40% en réel).

Ensuite, il convient de tenir compte de la hausse rapide de la capacité d'achat sur la période, due à la croissance plus rapide des revenus parisiens combinée, comme pour le reste de la France, au repli des taux d'emprunt et de l'allongement de la durée des crédits.

- Avec le recul récent des prix, le ratio prix / capacité d'achat apparaît raisonnable et inférieur à sa moyenne depuis 1986.

En particulier, les niveaux sont bien inférieurs à ceux observés à la fin des années 80 (45% en-dessous du point haut atteint début 1990).

Dans l'ensemble, les prix immobiliers résidentiels parisiens tels que valorisés vis-à-vis des conditions de crédit à Paris, ne semblent pas excessifs aux conditions actuelles.



Source: Chambre des notaires de Paris, Les Cahiers Verts

D'une manière générale, Paris n'est pas un ensemble homogène : les prix résistent mieux dans les segments haut de gamme

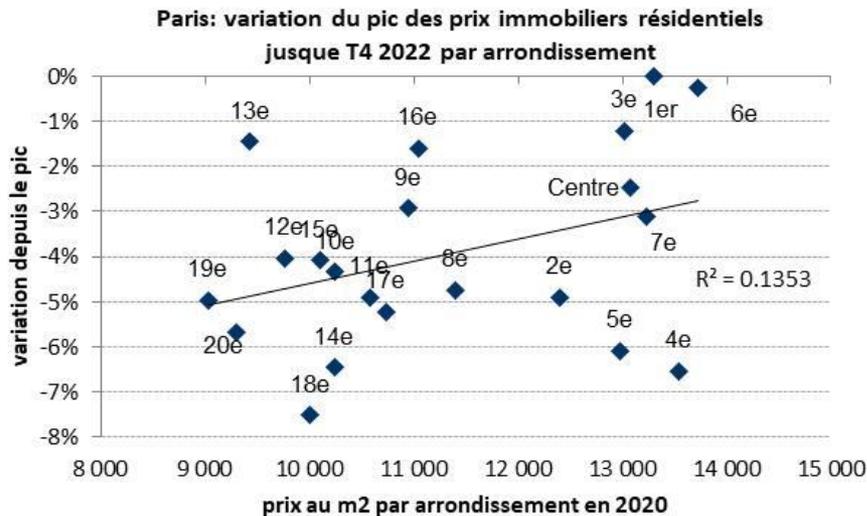
Si l'immobilier parisien a souffert en absolu et en relatif vs la province et la banlieue, l'évolution n'est pas homogène selon les zones.

On observe ainsi un recul non négligeable des prix dans les quartiers les moins chers (-4%) vs une bonne résistance dans les quartiers les plus onéreux (prix quasi stables*).

D'une manière générale, l'immobilier de luxe parisien n'est pas soumis aux mêmes contraintes: les acheteurs bénéficient d'un patrimoine plus diversifié et sont plus à même d'absorber des chocs de taux haussier (mobilisation de l'épargne en lieu et place d'un crédit plus coûteux).

Cela est d'autant plus vrai que l'immobilier de luxe bénéficie également des flux étrangers qui sont repartis à la hausse post-Covid (voir slide suivant), dans un monde d'inégalités de patrimoine élevées.

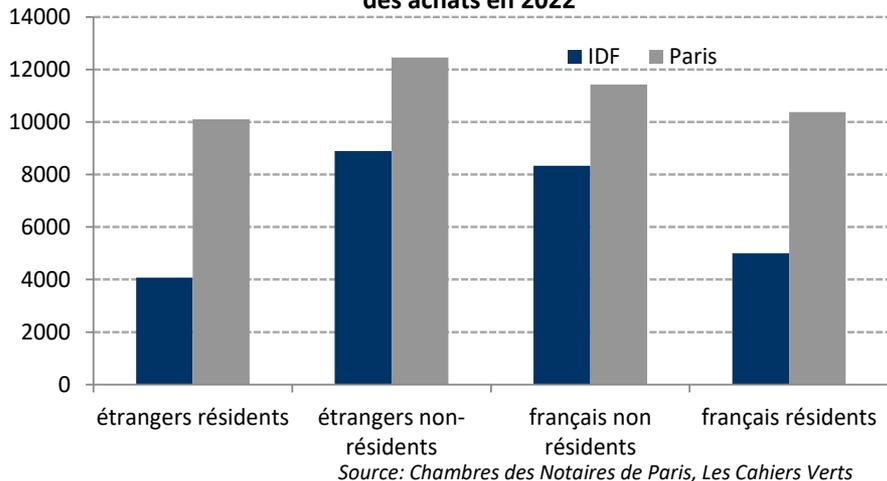
La dernière enquête de Barnes international début 2023 montre que Paris est redevenue la ville la plus attractive auprès des grandes fortunes (UHNW).



Source: Chambre des notaires de Paris, Les Cahiers Verts

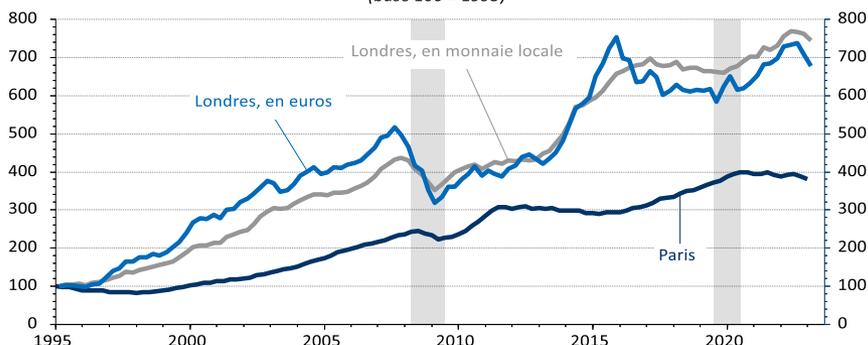
* Les prix par arrondissement correspondent à ceux du T4 2022

Origine des acquéreurs d'appartements anciens, prix au m2 des achats en 2022

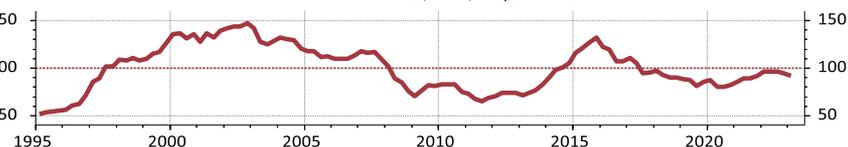


Prix immobiliers : Londres vs Paris

(base 100 = 1995)



Prix immobiliers Londres/Paris, moyenne = 100



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

Les investisseurs étrangers au pouvoir d'achat plus élevé constituent de nouveau un soutien sur ces segments

Les étrangers non-résidents sont revenus sur le marché parisien ces derniers mois.

Ils ont constitué près de 3% des achats des biens à Paris (et 3,8% pour les Français non-résidents aux préférences assez similaires).

Il s'agit d'un développement structurant dans la mesure où leur pouvoir d'achat est supérieur à celui des Français : **le prix au m2 des biens achetés est environ 20% supérieur et les zones de prédilection sont centrées** dans les quartiers les plus recherchés (hyper centre, 7/8^e arrondissement).

D'une manière générale, après un choc post-Brexit très significatif, les prix à Londres ont eu tendance à se reprendre en absolu et en relatif vs Paris.

- **L'écart semble donc désormais moins en défaveur de Paris que fin 2019**, ce qui est de meilleur augure pour l'immobilier parisien, sachant que l'immobilier à Paris reste en partie arbitrageable avec l'immobilier londonien (attractivité sur le plan économique et touristique).



**Immobilier
commercial en
France : ajustement
en cours**

Principaux messages (1/2)

Dans un contexte de ralentissement économique, d'inflation élevée et de normalisation monétaire intense, **l'activité dans l'immobilier commercial français a faiblement rebondi en 2022** (investissement total en hausse de +1,4% sur un an). **Le marché immobilier commercial français a été polarisé** : si les bureaux et la logistique ont souffert (avec une baisse des investissements de 15 à 20%), les commerces et l'hôtellerie ont rebondi (entre +70 et +80% de hausse) et la santé a relativement bien résisté (malgré le scandale Orpea).

Néanmoins, on a observé un fléchissement de la dynamique en fin d'année (l'investissement au T4 a été le plus faible depuis 2013). Notre prudence affichée en novembre 2022 (cf. notre Alerte : « *Immobilier commercial en France : un actif encore attractif ?* ») était donc justifiée.

Le ralentissement s'est poursuivi au 1^{er} trimestre 2023 et les tendances entre segments se sont globalement maintenues (les transactions dans les bureaux ont baissé de 40%, l'investissement, qui a chuté de 60% sur 1 an dans la logistique, a résisté dans les commerces et a même accéléré dans l'hôtellerie).

Les prix des sociétés immobilières cotées françaises ont continué de reculer au T1 : -9% pour l'indice d'ensemble. De leur côté, les prix dans l'immobilier commercial non coté (SCPI) ont reculé de seulement 1% au total sur 2022. Ils restent ainsi encore supérieurs de 35% à leur niveau de 2005.

Quid au-delà ? La question est légitime au vu (i) de la médiocrité de la croissance (faible croissance du RDB réel en particulier d'environ 1%) ; (ii) de l'inflation toujours élevée bien qu'en baisse, (iii) de la poursuite de la normalisation monétaire par la BCE (ce qui décale d'autant le pic sur les taux immobiliers) et (iv) de la frilosité des banques 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 et l'ILAT). Mais une analyse historique longue met en évidence une sensibilité importante de l'immobilier commercial à l'activité : la croissance médiocre que nous attendons lui est donc défavorable.

Avec la baisse des rendements de l'OAT au T1 et la poursuite de la remontée des rendements prime, **la prime de risque de l'immobilier commercial a rebondi (2,60% et s'éloigne de sa moyenne longue (1,80%) selon les données de l'IEIF, ce qui est rassurant**. Mais la BCE n'a pas terminé le travail (nous tablons sur un pic de taux court à 4%), ce qui va maintenir une pression haussière sur les rendements prime à court terme, même si l'essentiel de l'ajustement a déjà été fait.

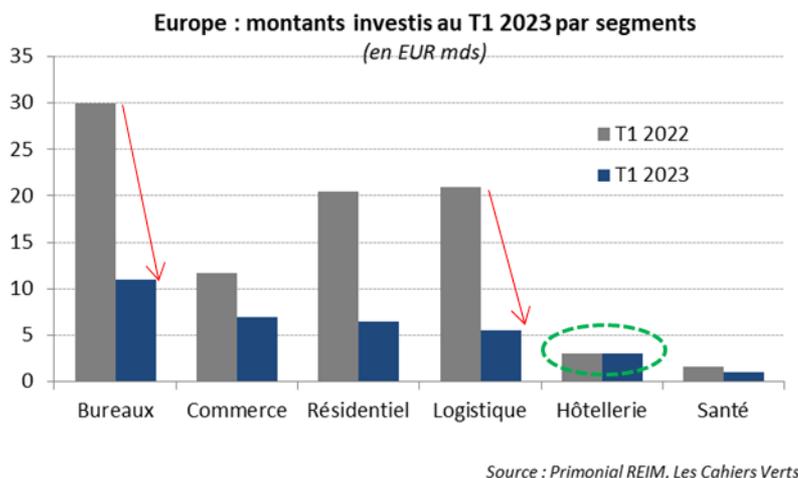
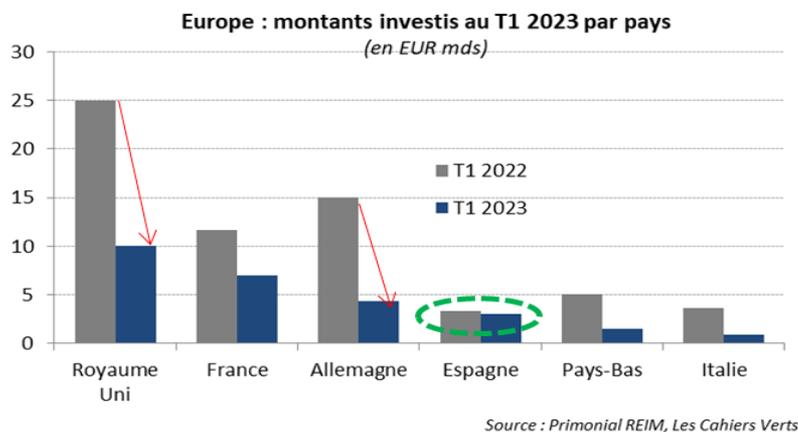
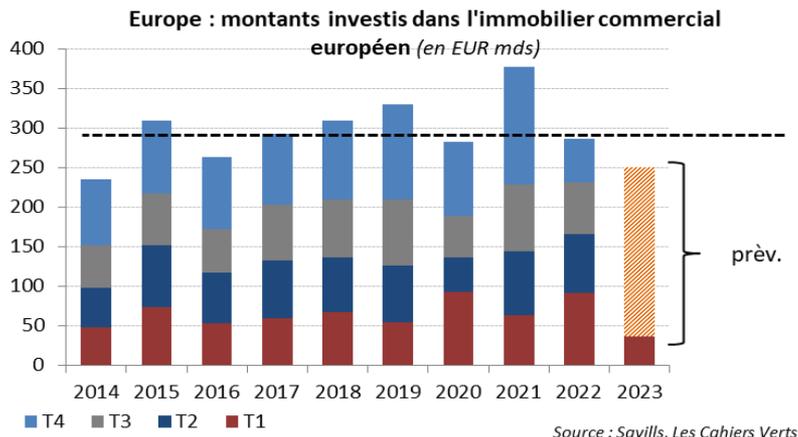
Principaux messages (2/2)

Dans ce contexte, il convient d'être prudent sur l'immobilier commercial : même si une stabilisation est possible dans les mois à venir (nous avons un objectif d'OAT à 2,4% en fin d'année), une amélioration sensible de la dynamique en volume ne doit pas être attendue avant 2024 notamment dans la perspective d'une baisse des taux de la BCE.

Les perspectives ne sont pas homogènes par segment :

- **Bureaux** : le T1 marque un net ralentissement et les risques restent évidents pour 2023-24 : ralentissement du marché de l'emploi, taux de vacance proche de niveaux historiques, télétravail, impact croissant des coûts de mise à niveau des actifs vis à vis des obligations environnementales. Or, l'ajustement des prix jusqu'à présent a été encore faible notamment en relatif. La pression reste donc baissière sur les prix à court terme. A Paris, la baisse sera en partie compensée par la hausse des loyers (1 000 euros/m²).
- **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, offre contrainte ce qui va soutenir les loyers, récentes perturbations sur les chaînes de valeurs qui devraient inciter les entreprises à repenser leurs capacités logistiques en particulier sur le dernier kilomètre...).
- **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. Néanmoins, le segment est appelé à bénéficier de l'effet Coupe du monde de rugby cette année et JO en 2024 (en particulier en centre-ville). Au-delà, favoriser les commerces en périphérie proche.
- **Hôtellerie** : le rebond a déjà été conséquent (en particulier en ce qui concerne le prix moyen par chambre). La baisse du revenu disponible brut réel va pousser les ménages à réduire les dépenses de tourisme. Cependant, cela devrait être plus que compensé par la reprise du tourisme étranger (Chine, JO).
- **Santé** : le secteur va continuer de bénéficier du déséquilibre persistant et croissant entre l'offre et la demande, soutenue par le vieillissement de la population. L'immobilier de santé est un segment de niche (<5% de l'immobilier commercial total), spécialisé et moins exposé au cycle que d'autres segments. Il représente donc une alternative et/ou une source de diversification aux segments plus traditionnels.

Notre point de vue : l'ajustement en cours n'est pas terminé et l'attractivité relative des placements immobiliers commerciaux s'est réduite (la dynamique macro va continuer de se dégrader, la prime de risque sur l'immobilier reste dans le bas de sa fourchette de 10 ans et les perspectives de prix sont médiocres). Néanmoins, la baisse des incertitudes (inflation) et des taux directeurs sont des soutiens au-delà (nous tablons sur un OAT à 2,40% en fin d'année) et nous excluons toute chute brutale (hors gel du marché suite à la chute d'une banque par exemple). **Nous maintenons donc un positionnement prudent (neutre à négatif) pour l'instant.**



L'investissement a ralenti en Europe en 2022, bonne résistance dans le commerce et l'hôtellerie

En 2022 l'immobilier commercial européen a été pénalisé par le durcissement des conditions financières et le ralentissement économique.

Les montants investis ont ralenti à EUR 290 mds, soit une baisse de 25% par rapport à 2021, une année exceptionnelle, et un niveau 12% sous sa moyenne 10 ans.

L'investissement a continué de baisser au T1 2023 à EUR 36 mds d'euros (-60% sur 1 an), un plus bas depuis la crise financière mondiale de 2008.

L'attente des investisseurs, la recombinaison entre les marchés ainsi que les évolutions de la législation sur la performance énergétique des bâtiments ont impacté les flux de capitaux.

Parmi les principaux pays, les volumes d'investissement ont atteint (par performance croissante) :

- en Italie (-75%, moins d'1 md) ; en Allemagne (-71%, 4,5 mds) ; aux Pays-Bas (-70%, 1,5 md) ; au Royaume Uni (-60%, 10 mds) ; en France 7 mds (-40%, 7 mds) ; en Espagne moins de 3 mds (-9%, 3 mds)

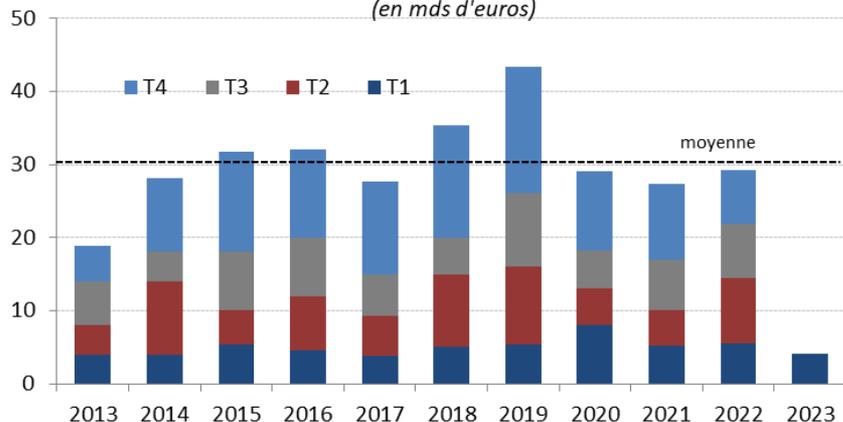
Par classe d'actifs, seul l'investissement dans l'hôtellerie surnage, les commerces faisant preuve de résistance en relatif :

- la logistique affiche le ralentissement le plus marqué (EUR 5,5 mds, -74%), le bureau continue de souffrir (EUR 11 mds, -63% sur un an), suivi par le commerce (7 mds, -40%), la santé (1 md, -34%) et l'hôtellerie (3 mds, -1%).

Parallèlement, la BCE a engagé une normalisation monétaire intense pour lutter contre l'inflation et les rendements sans risque ont bondi (+300pb pour l'OAT 10 ans).

France : investissement dans l'immobilier commercial

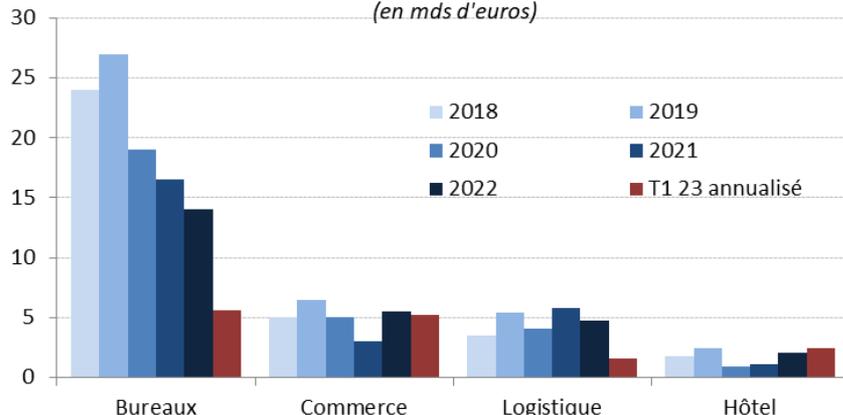
(en mds d'euros)



Source : BNPP RE, Les Cahiers Verts

France : investissements par segments

(en mds d'euros)



Source : CBRE, immostat, Les Cahiers Verts

En France, l'investissement immobilier d'entreprise a bien résisté en 2022 avant de reculer à la fin de l'année et au début 2023

Malgré le ralentissement de la croissance, un environnement géopolitique compliqué et une nette dégradation des conditions financières à partir du T4, **le marché immobilier commercial français est resté solide en 2022** avec environ EUR 30 mds investis.

C'est très légèrement mieux qu'en 2021, mais cela reste sous la moyenne longue. En outre, **l'activité a nettement ralenti au T4**, et le dynamisme du S2 reflète essentiellement des projets déjà actés début 2022 à des taux de rendements désormais obsolètes.

Quoiqu'il en soit, **le ralentissement s'est poursuivi au T1 2023** : EUR 4,1 mds, soit une baisse de -25% sur 1 an et de -18% par rapport à la moyenne 10 ans

- En termes de secteurs, les **bureaux** restent la principale classe d'actif mais leur part continue de baisser à 42% du total des investissements vs 52% en 2022.

- En revanche, le **commerce** a connu une progression constante et représente désormais 32% du total vs 25% au T1 2022
- L'hôtellerie** bénéficie toujours d'investissements solides avec une progression de 40% sur 1 an.
- L'immobilier industriel** (locaux dédiés aux activités de fabrication/transformation) a nettement ralenti, après un T1 2022 il est vrai très dynamique (-60%).

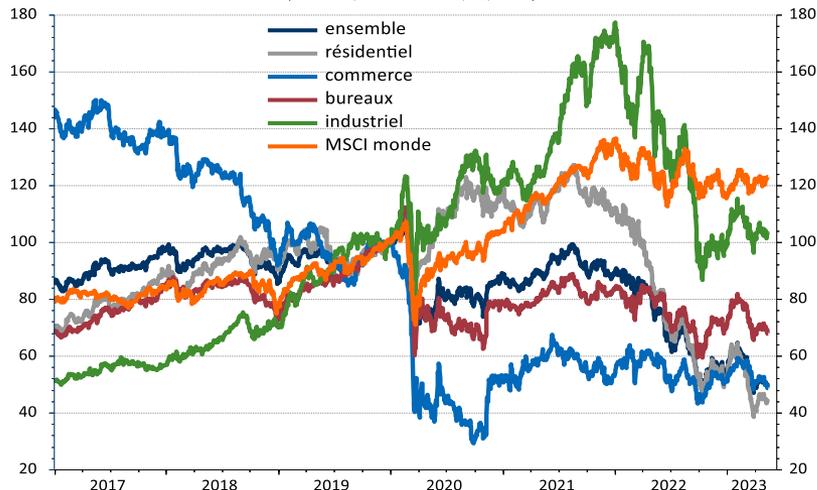
Quid au-delà ?

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 se sont que partiellement ajustés jusqu'à présent.

Zone Euro : Indices sociétés d'investissement immobilier côtées 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 continué de souffrir dans le coté, le non coté faisant preuve de plus de résistance

Après le choc Covid, les prix des sociétés immobilières cotées européennes sont restés sous pression en 2022 malgré une certaine hétérogénéité.

En effet, si le segment résidentiel et les locaux à vocation industrielle ont connu un net rebond dans un 1^{er} temps jusque fin 2021, celui-ci a été complètement effacé ensuite.

Globalement, en 2022 l'indice d'ensemble européen a baissé de -40% (vs -15% pour le MSCI monde en euros) reflétant les incertitudes macro, l'ajustement immobilier aux Etats-Unis et dans le nord de l'Europe ainsi que la hausse des taux.

En relatif, la résistance des commerces et des bureaux a été forte (-5% pour les commerces et -15% pour les bureaux) même s'ils sont loin d'avoir retrouvé leur niveau du T1 2020 (entre 30 et 50% en dessous).

Depuis le début de l'année, les performances sont toutes négatives à l'exception des locaux industriels (+2%). Les commerces et les bureaux

affichent une baisse d'environ 5%.

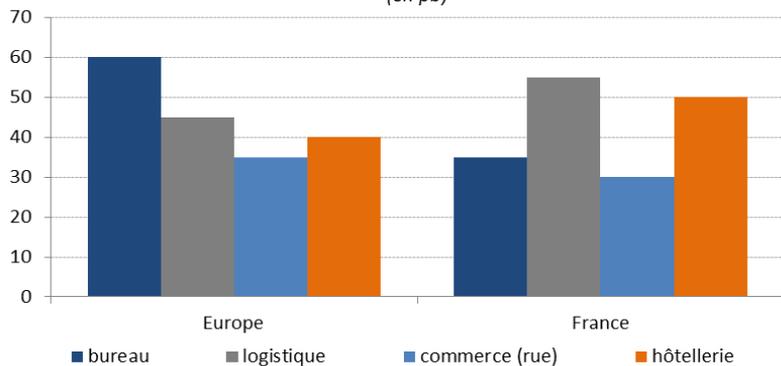
En France, les prix immobiliers commerciaux cotés ont chuté de 15% en 2022. Les prix immobiliers commerciaux non cotés français (SCPI) ont seulement légèrement baissé en 2022. Ils restent supérieurs de plus de 35% à leur niveau de 2005.

Les liquidités importantes dans les fonds grâce aux flux entrants des dernières années induisent un niveau de cash élevé, ce qui amortit la baisse par rapport aux fonds cotés.

Mais les liquidités disponibles se réduisent (réduction du bilan de la BCE) et on ne peut exclure que de nombreux investisseurs qui sont encore un peu dans le déni de la baisse des prix ne se décident à vendre (désendettement des foncières cotées pour améliorer leur LTV, besoin de liquidités pour faire face à l'augmentation des taux pour les refinancements, les SCPI/OPCI se verront demander de la liquidité et/ou devront soutenir leur distribution) en même temps avec un effet dépressif sur les valeurs.

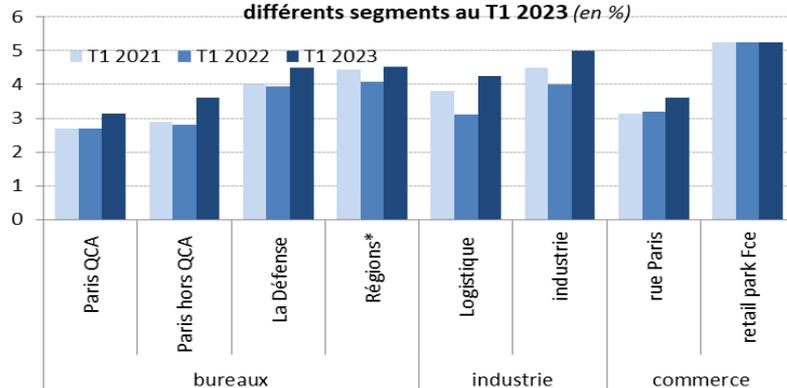


Rendements prime par segment : variation estimée en 2022 (en pb)



Source : CBRE, Primonial REIM, BNPP RE, Les Cahiers Verts

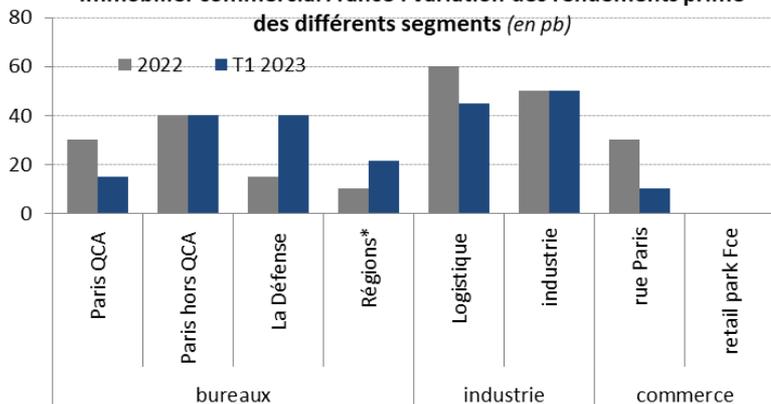
Immobilier commercial France : taux de rendements prime des différents segments au T1 2023 (en %)



*régions = 8 villes

Source : BNPP RE, Les Cahiers Verts

Immobilier commercial France : variation des rendements prime des différents segments (en pb)



*régions = moyenne 8 villes

Source : BNPP RE, Les Cahiers Verts

Les taux rendement requis ont augmenté. La pression reste haussière à court terme

Après une compression exceptionnelle entre 2010 et 2020, les rendements ont progressé en 2022 sur tous les segments.

Il existe néanmoins des différences significatives au sein de la Zone euro et entre segments (en moyenne) :

- **pour les bureaux:** +50pb sur 1 an en Europe (à 4,20%), vs 35pb en France (à 3,40%). Cette performance peut s'expliquer par un taux d'occupation plus important à Paris que dans les grandes capitales européennes (60% vs 50%) et l'attractivité de Paris;
- **Inversement pour la logistique :** +55pb (à 4,20%) en France vs +40pb (à 4,70%) en Europe. Cela peut s'expliquer par un taux de vacance très bas et la hausse de commerce en ligne (+13%) qui contraste avec une stagnation au niveau européen;

- **pour les rues commerçantes:** modeste surperformance de la France avec +25pb (à 3,50%) vs +30pb (à 3,90%) en Europe;
- **pour l'hôtellerie:** +50pb en France (à 4,75%) vs +40pb en Europe à 4,50%.

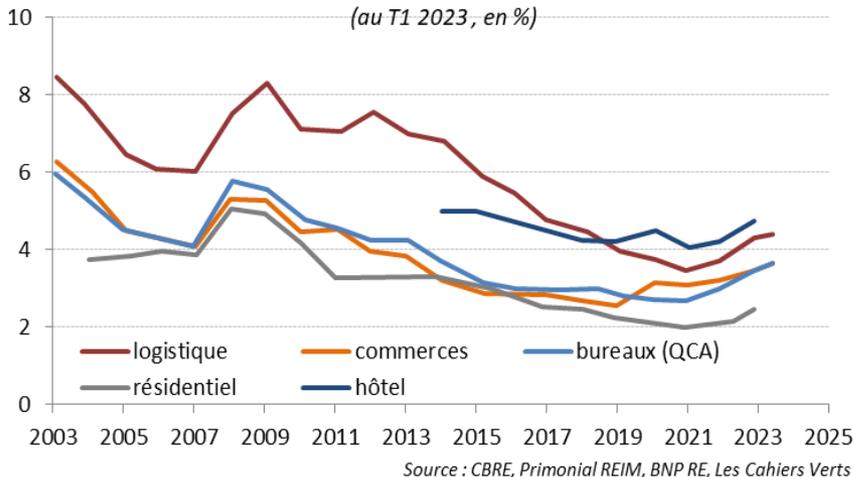
Au T1 en séquentiel, ces tendances se sont globalement poursuivies. Si l'on se concentre sur la France avec une granularité plus fine on observe que :

- La hausse s'est poursuivie pour l'ensemble des segments commerciaux à ciel ouvert** qui affichent une stabilité exceptionnelle depuis le T1 2022, reflet du « succès » de la périphérie (vs centre-ville);
- Le rythme de hausse des rendements a accéléré dans les bureaux hors QCA, notamment à la Défense mais **a ralenti dans la logistique et les commerces.**



France : évolution comparée des taux de rendement prime

(au T1 2023, en %)



France : prime de risque de l'immobilier d'entreprise*

(vs. moyenne de long terme, en %)



*écart de rendement entre l'immobilier non résidentiel et l'OAT 10 ans

Source : IEIF, Les Cahiers Verts

Quid au-delà ? Malgré son rebond la prime de risque reste comprimée et les pressions restent baissières à court terme

Quid au-delà ?

De façon rassurante avec la hausse des rendements commerciaux et la baisse de l'OAT au T1 (environ -30pb), la prime de risque de l'immobilier commercial a rebondi à 2,60% vs une moyenne de long terme de 1,80%.

Elle reste néanmoins en bas de sa fourchette de fluctuation depuis 10 ans et loin de ses pics de 2014-2016 et 2019-2021 (plus de 4,50%).

La question de l'arbitrage entre segments mais également entre classes d'actifs reste posée.

A court terme l'activité devrait rester médiocre (emploi, RDB), la BCE n'a pas terminé le travail (hausse des taux et réduction du bilan de la BCE) et les conditions de financement vont continuer de se durcir.

Compte tenu que le délai historique entre taux longs et taux sur les crédits immobiliers est de 6 mois, cela va

continuer de tirer les rendements à la hausse dans les prochains mois malgré des divergences entre segments (par ordre décroissant) :

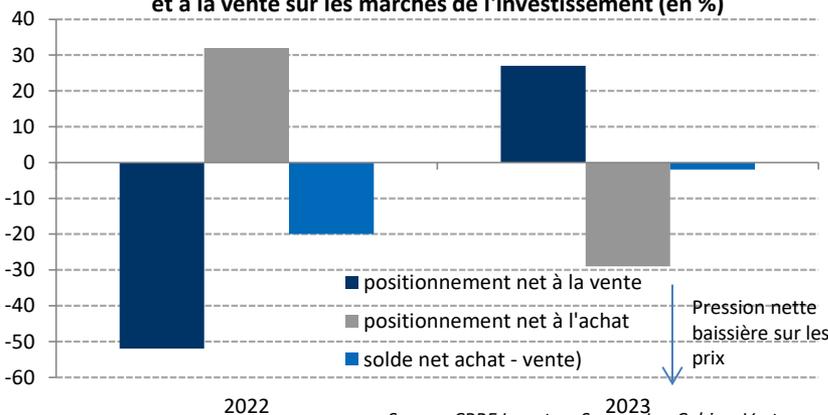
- les bureaux prime et la logistique, apparaissent les plus exposés
- puis les commerces
- et enfin la santé et l'hôtellerie

Bref, les perspectives de court terme restent défavorables pour l'immobilier commercial français. Néanmoins, une chute brutale des prix devrait être évitée :

- pas de contraction de la croissance de l'emploi avant 2024
- pause en vue pour la BCE,
- actif réel avec indexation partielle sur l'inflation,
- aspect diversifiant,
- coupe du monde de rugby en 2023, JO en 2024 (Commerces et l'Hôtellerie).

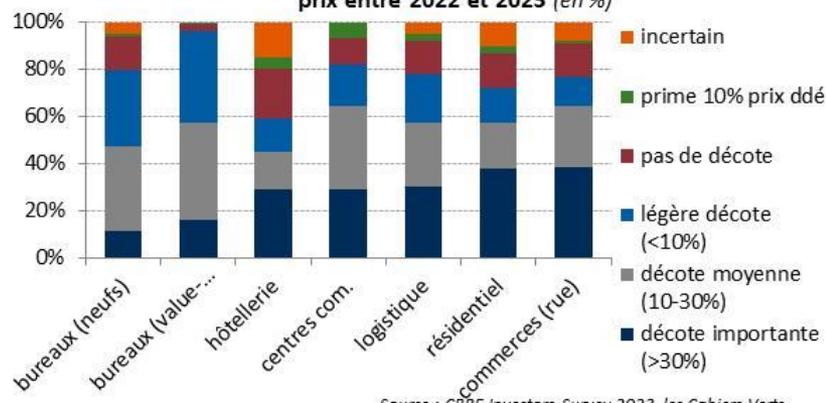
Investors Intentions Survey 2023 : le positionnement net des investisseurs reste à la vente avec des prix qui restent perçus comme trop élevés. Cela suggère des pressions baissières persistantes sur les prix

France (Investors Survey 2023) : prévisions d'activité à l'achat et à la vente sur les marchés de l'investissement (en %)



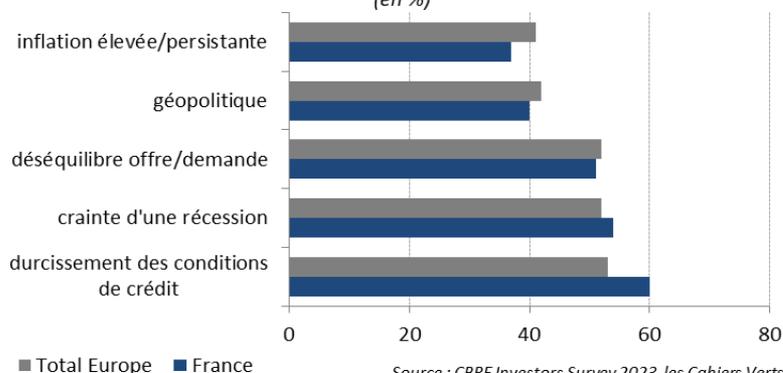
Source : CBRE Investors Survey, Les Cahiers Verts

France (Investors Survey 2023) : attentes en termes d'évolution des prix entre 2022 et 2023 (en %)



Source : CBRE Investors Survey 2023, les Cahiers Verts

France (Investors Survey 2023) : principaux défis identifiés (en %)



Source : CBRE Investors Survey 2023, les Cahiers Verts

- Les pressions nettes achat vs ventes restent baissières sur les prix.
- Le vecteur pour 2023 est une moindre volonté d'acheter du côté des investisseurs.
- Les anticipations de prix sont les plus défavorables pour le commerce et la logistique.
- Le recul envisagé pour l'immobilier de bureaux est plus réduit.



Focus : quid du décret tertiaire et du décret BACS ?

Dans les enjeux de transition énergétique, le secteur du bâtiment joue un rôle primordial.

Avec la publication de la loi ELAN (Evolution du Logement, de l'Aménagement et du Numérique) en 2018, une nouvelle obligation s'est inscrite au Code de la construction et de l'habitation, à propos de la réduction de la consommation énergétique du parc tertiaire.

Entré en vigueur le 1^{er} octobre 2019, le Décret tertiaire représente le cadre légal qui précise les modalités d'application de la loi ELAN pour contraindre les bâtiments tertiaires (d'une surface supérieure ou égale à 1 000 m² de surface de plancher, sont exclus les constructions provisoires, les lieux de culte et les bâtiments de défense et de sécurité) à faire des économies d'énergie de :

- 40% d'ici 2030
- 50% d'ici 2040
- 60% d'ici 2050

Cette réduction se fait par rapport à une année de référence, ne pouvant être antérieure à 2010. Il existe une seconde possibilité de réponse : atteindre un seuil de consommation d'énergie déterminé en valeur absolue.

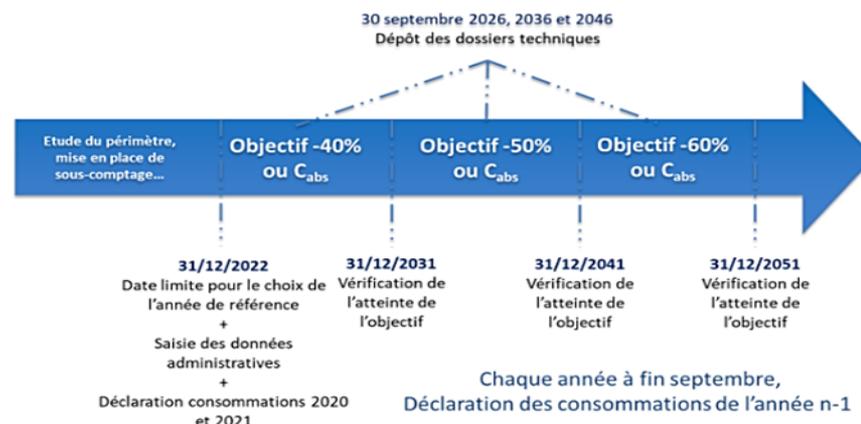
Il est important de souligner la nature de ce décret, qui établit une obligation de résultats et non de moyens. Plusieurs moyens existent, permettant aux entreprises d'avoir différents leviers d'actions pour réduire leur consommation énergétique.

Dans le cas d'un non-respect des obligations, une personne physique risque une amende de EUR 1 500. Une personne morale risque, elle, une amende de EUR 7 500, ce qui n'est pas si négligeable rapporté aux loyers. Cela s'accompagne d'un risque réputationnel avec la mise en place d'un système de dénonciation « Name and Shame » sur un site dédié.

Quel est le lien avec le décret BACS ? Le décret BACS (Building Automation and Control Systems) de 2020, a pour objectif d'équiper les bâtiments tertiaires non résidentiels, neufs et existants, de systèmes d'automatisation et de contrôle de la consommation énergétique d'ici le 1^{er} janvier 2025. Il s'inscrit dans la continuité du décret tertiaire.

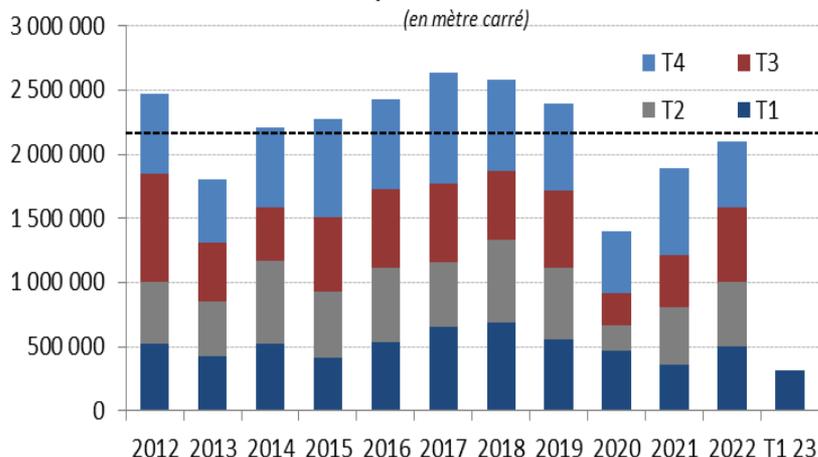
- Ces dispositifs renchérisent le coût de rénovation/mise aux normes pour les propriétaires de biens immobiliers commerciaux, ce qui leur est défavorable. Cela introduit une différenciation entre les biens déjà aux normes et les biens plus anciens. L'effet ensuite sur les loyers risque d'être haussier via une répercussion potentielle du coût des travaux et une contrainte accrue sur l'offre dans la phase de mise au norme (réduction temporaire du parc de location).

Immobilier commercial en France : le décret tertiaire, objectifs et modalités



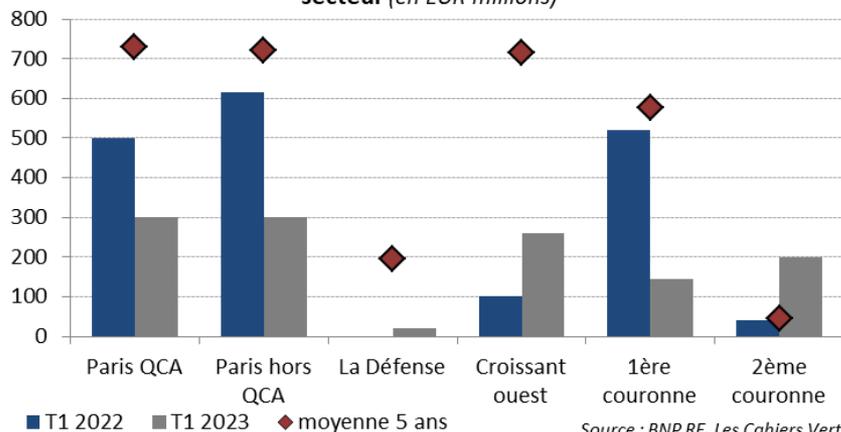
Source : Energiesdev.fr, Les Cahiers Verts

France : demande placée de bureaux en Ile-de-France



Source : CBRE, Les Cahiers Verts

France : montants investis dans les bureaux en Ile-de-France par secteur (en EUR millions)



Source : BNP RE, Les Cahiers Verts

Bureaux : l'embellie a été (très) modeste en 2022, les risques restent baissiers en 2023-2024

Avec environ EUR 14 mds investis, un plus bas depuis 2013, le marché des bureaux a sous performé en 2022 (-14% sur 1 an) et ne représente plus que 52% du total investi (vs 66% au pic de 2018).

On soulignera cependant que la demande placée a continué de s'améliorer avec la poursuite de la baisse du chômage.

Les signaux de ralentissement étaient perceptibles dès le T4 2022 et se sont confirmés au T1 2023.

Au T1, les transactions se sont établies 42% sous leur moyenne 10 ans et le montant moyen investi par transaction est au plus bas depuis 10 ans (EUR 22M vs un pic à EUR 60,4M au T3 2015).

On soulignera qu'une nouvelle fois, le marché d'ensemble a été affecté par le faible dynamisme de l'Ile-de-France. De fait, le marché du bureau en région fait mieux que résister.

Quid au-delà ?

L'emploi va résister jusqu'en 2024 mais la croissance va rester médiocre et les conditions de financement tendues.

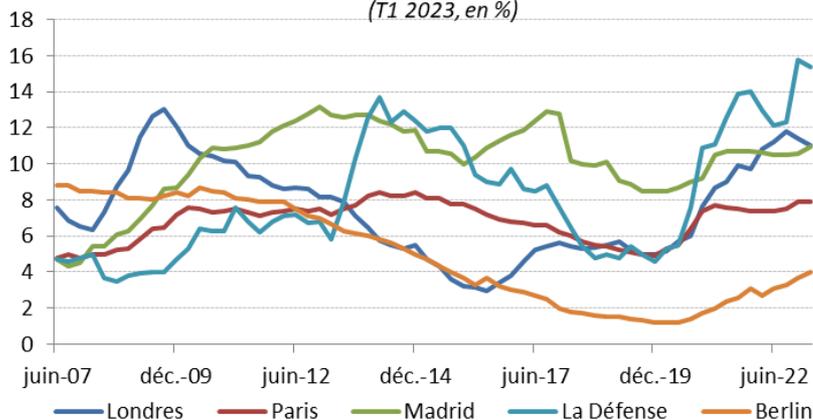
Le segment va en outre devoir composer avec :

- un ajustement des prix encore faible notamment en relatif à la logistique ou aux commerces ;
- de nouvelles pratiques du travail (télétravail) ;
- et de nouvelles normes environnementales (hausse des coûts de construction et des charges de location).

A ce sujet si Paris maintient une attractivité évidente (ce qui soutient les loyers), le PLU bioclimatique devrait alimenter un comportement de précaution, d'autant que les taux de vacance progressent.

Immobilier commercial : taux de vacance des bureaux

(T1 2023, en %)

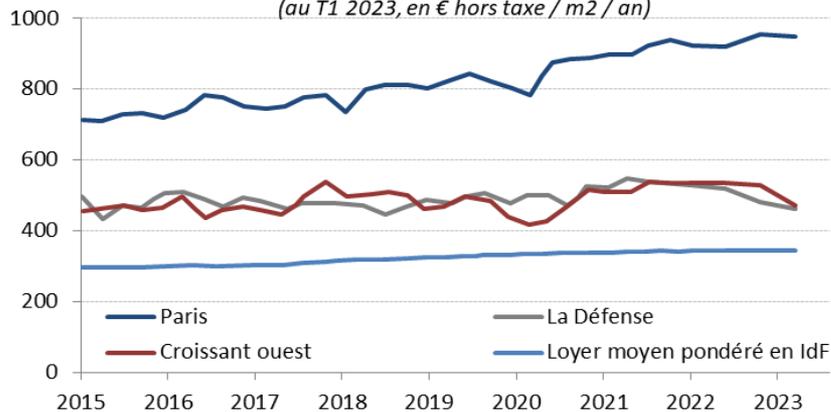


Source : Bloomberg, Les Cahiers verts

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

(au T1 2023, en € hors taxe / m² / an)

Source : CBRE, Les Cahiers Verts

Bureaux : les taux de vacance atteignent des sommets. En 2023, moins d'offre, mais une demande médiocre

Malgré un marché de l'emploi tendu, l'offre de bureaux disponibles continue de progresser.

A 4,3 millions m² fin mars 2023 (+2,5% par rapport au T4 2022), elle atteint un niveau record depuis 20 ans.

Ainsi le taux de vacance a dépassé les 7,3% au T1 2023 au niveau national, un plus haut depuis fin 2014. A Paris il est de 8%, ce qui le compare négativement à Berlin (4%) mais positivement à Madrid ou Londres.

Si le taux de vacance reste sous ses niveaux de 2014-2015, la situation est nettement plus marquée dans le croissant ouest et surtout à la Défense (16%).

Après une année 2022 record, le volume des livraisons va baisser en 2023 (-25% attendu), les chantiers commencés en 2020-2021 ayant été moins nombreux.

Mais au-delà, les objectifs de rénovation et de restructuration des immeubles dans le contexte du PLU bioclimatique, devraient soutenir le nombre de chantiers.

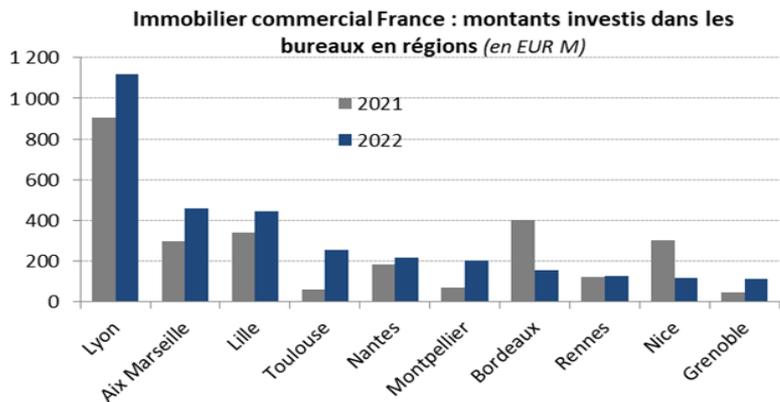
Avec le ralentissement économique, les interrogations montent sur la capacité du marché à absorber le stock existant aux prix actuels.

De fait, l'ajustement sur les prix reste modéré pour l'instant.

Si il est bien enclenché dans certaines zones comme à La Défense (-10% en cumulé) ou dans le Croissant ouest, à Paris les prix tendent à se stabiliser malgré une poursuite de la hausse pour Paris QCA (tension offre/demande et forte préférence des investisseurs pour les biens de haute qualité).

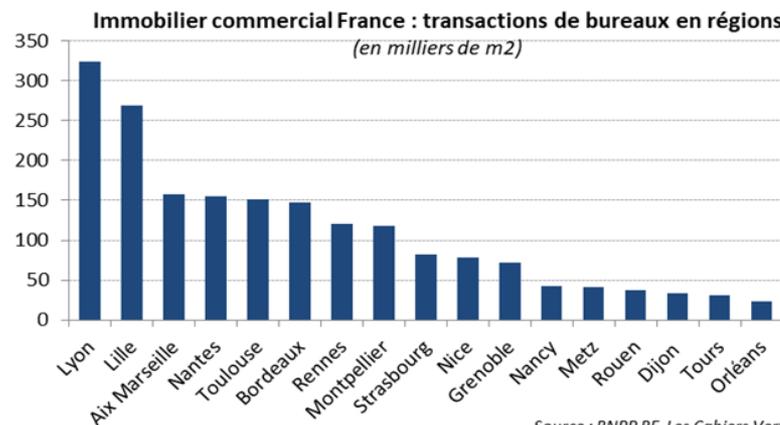
Au total compte tenu des élasticités des prix au taux de vacance on peut s'attendre à des baisses supplémentaires de l'ordre de 10% (pour une baisse du pic au creux de l'ordre de 20% (et plus sur les actifs de mauvaise qualité et/ou mal placé).

A Paris, la baisse sera en partie compensée par la hausse des loyers qui devrait se poursuivre et dépasser les 1 000 euros/m².



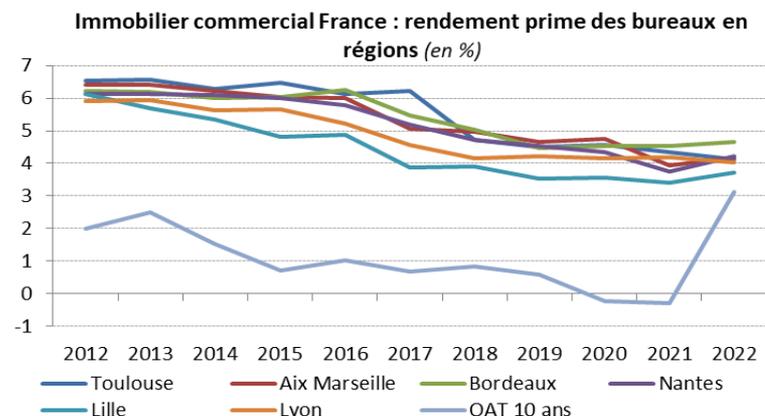
Source : BNPP RE, Les Cahiers Verts

*régions = 19 villes



Source : BNPP RE, Les Cahiers Verts

*régions = 19 villes



Source : BNPP RE, Les Cahiers Verts

Focus bureaux en régions : belle performance relative en 2022

L'attrait des régions s'est renforcé en 2022 : avec EUR 12 mds investis (toutes classes d'actifs confondus), soit 42% du total.

Plus spécifiquement concernant le segment des bureaux, la croissance de la demande placée reste certes inférieure à celle de l'Île-de-France (5% vs 10%), mais elle dépasse désormais de plus de 20% sa moyenne 10 ans.

Plus saisissant, au T1 l'investissement en bureaux en régions affiche une croissance de 12% sur un an au T1 vs -8% pour le segment dans son ensemble.

En termes de localisation, Lyon maintient sa pole position avec une hausse de 24%, suivie d'Aix/Marseille (+53%) et de Lille (+31%). Toulouse connaît un net rebond tandis que Montpellier se hisse à la 5^{ème} place.

Fait notable, toutes les villes (à l'exception d'Orléans, de Tours et de Rouen), surperforment leur moyenne 10 ans.

, les taux de rendement prime en régions ont évolué de façon hétérogène.

Fin 2022, des décompressions sont observées notamment à Lyon avec un taux à 3,70% (soit +30pb), à Toulouse où le taux s'élève à 4,60% (+10pb) ainsi qu'à Bordeaux. A contrario les rendements sont restés stables à Nantes et Lille.

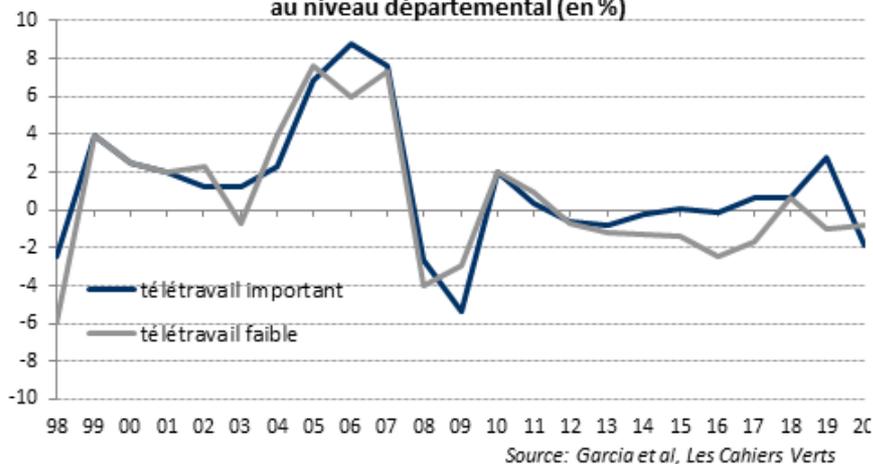
Cette tendance devrait se poursuivre au cours de l'année 2023 bien qu'à un degré moindre.

Les bureaux en régions disposent d'atouts (foncier plus disponible et moins cher).

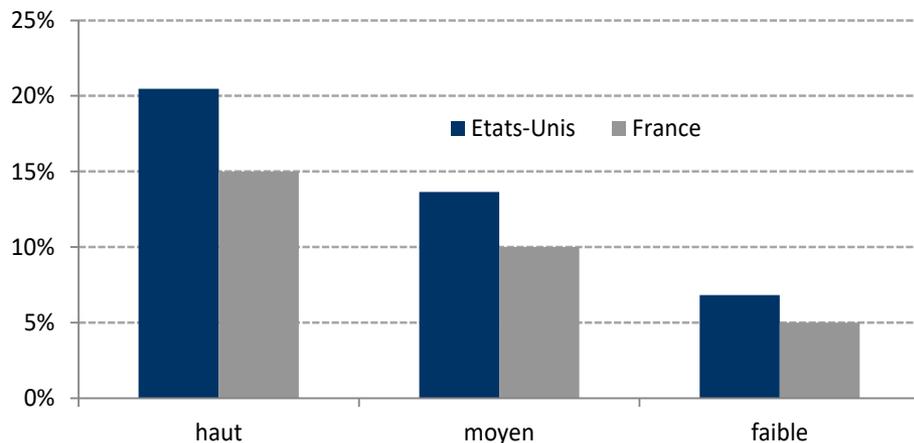
Il convient cependant de rester sélectif avec une préférence pour les agglomérations disposant de capacités de transport développées et étendues dans la mesure où les forces migratoires post-Covid leur ont été favorables.



France: croissance médiane des prix immobiliers de bureaux au niveau départemental (en %)



Impact du télétravail sur la demande de bureaux



Bureaux : les effets post Covid, où en est-on ?

Les premières analyses quantitatives des effets post-Covid sur les prix des bureaux indiquent des impacts très notables à la fois sur les taux de vacance, la construction et les prix.

La difficulté de ce point de vue est que cela a été réalisé en 2021 avec des impacts de sensibilité potentiellement excessifs.

Les coefficients d'impact post-crise suggèrent qu'1 pt de télétravail est compatible avec un taux de vacance en hausse de 0,5 pt pour les bureaux et de -0,5% pour les prix.

Si l'on imagine un choc de télétravail de l'ordre de 20 pts (borne maximale) vs le niveau pré-crise, on aboutit à un impact sur les prix des bureaux de -10% environ (et +10 pts pour le taux de vacance).

Ces effets sont assez conformes aux calculs que nous réalisons dans nos travaux antérieurs sur la base du

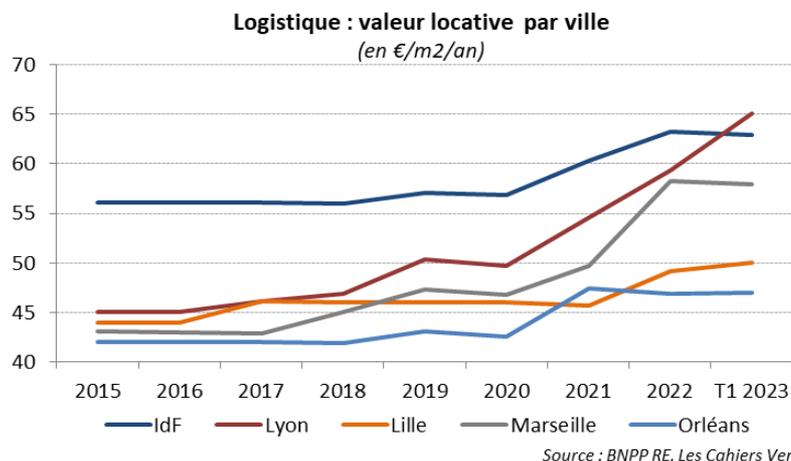
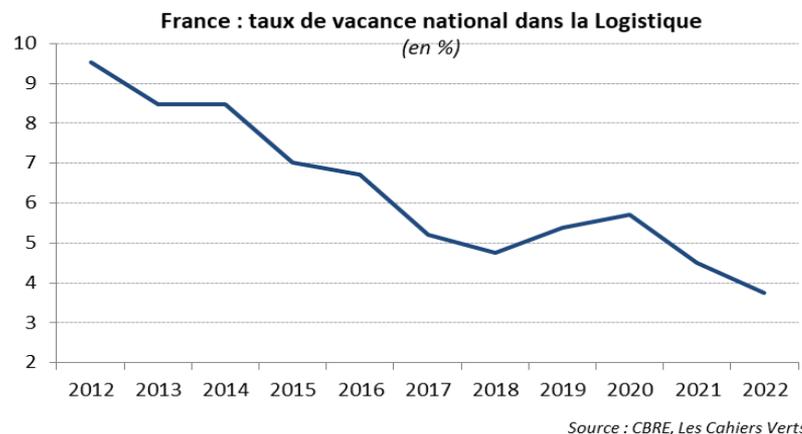
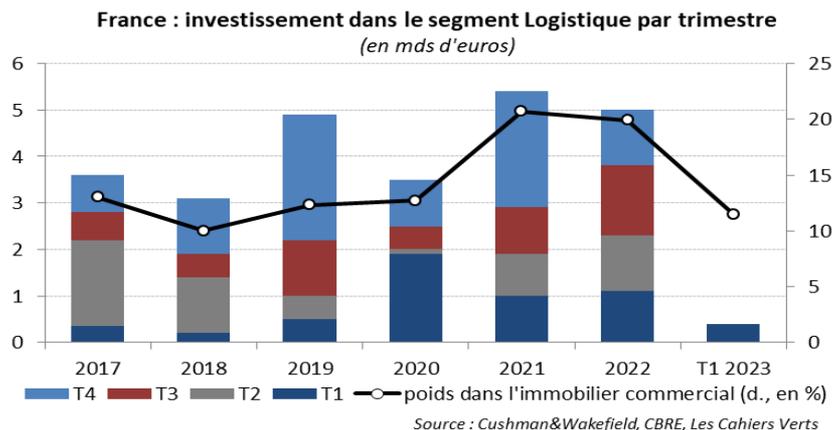
potentiel de télétravail et de nombre de jours télétravaillés (baisse potentielle de 5 à 15%).

Sur les taux de vacance à la Défense ainsi que les prix, les effets observés sont d'ores et déjà assez conformes à ces ordres de grandeur.

Ce n'est pas le cas pour le moment dans Paris intra-muros avec une bonne résistance des prix jusque-là.

Dans l'ensemble, les effets du télétravail sont en partie intégrés mais il faut s'attendre à des effets résiduels baissiers dans les prochaines années.

Il faut aussi être conscient des limites du travail à distance : il comporte notamment un risque majeur pour deux aspects clés du travail en équipe, le capital social (avantages que nous tirons de nos interactions avec des personnes) et l'innovation



Logistique : il ne faut pas escompter une année 2023 aussi robuste que 2022 malgré ses atouts spécifiques

Avec environ EUR 5 mds investis, la logistique a réussi à se maintenir à des niveaux élevés en 2022 (-5% par rapport à une année 2021 exceptionnelle).

Mais au T1 2023, le ralentissement s'est poursuivi (croissance médiocre, impact des manifestations, absence d'opération importante) : EUR 490M ont été investis (-60% sur 1 an) et la demande placée a baissé de 25% avec des décotes de 15% à 25%.

Géographiquement parlant, l'Axe central (Paris, Lyon, Marseille) ne représente plus que 55% de la demande placée (-10pts sur 1 an).

Au niveau national, le taux de vacance est tombé à 3,7% (-20% sur 1 an), un plancher historique, mais la situation peut être localement encore plus tendue (Lyon).

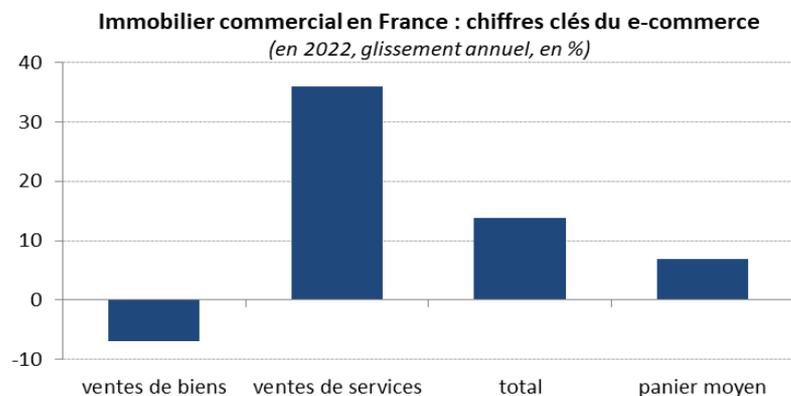
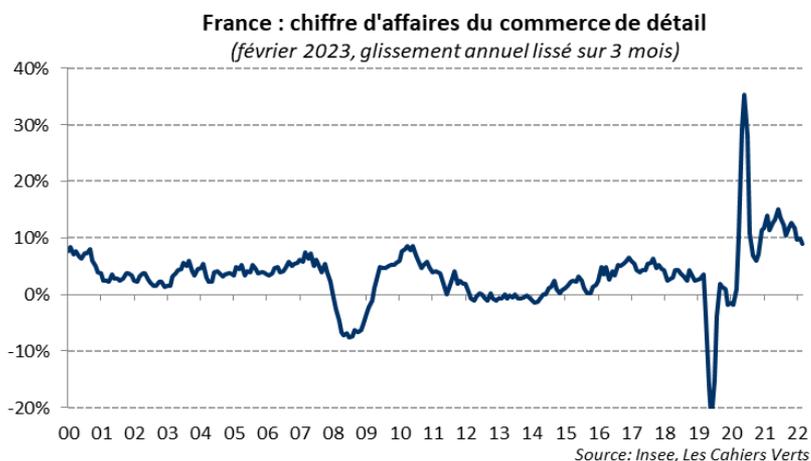
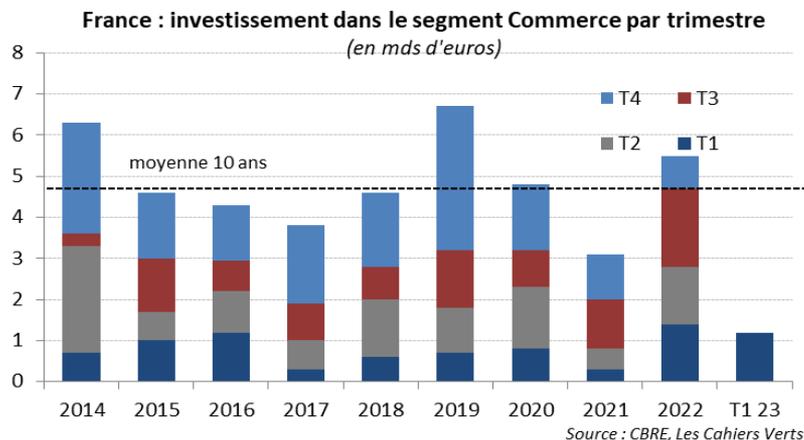
Quid au-delà ?

Si l'offre immédiatement disponible a chuté à 1,9M fin 2022 elle reste élevée en absolu et mal distribuée.

En 2022, le rendement prime de la logistique a progressé de 60pb puis encore de 40pb au T1 2023 à 4,60% et la décompression n'est pas terminée.

Néanmoins, le pic des rendements sans risque n'est plus très éloigné et le segment présente des atouts :

- **L'offre va rester contrainte** (hausse des coûts de construction et de financement), ce qui avec une inflation assez forte et une demande locative robuste soutiendra les loyers;
- **La nécessité de restructurations** de bâtiments existants pour se conformer aux critères ESG;
- **les opérations portant sur le dernier kilomètre**, soutenues par l'e-commerce;
- **la volonté de réindustrialiser la France** et les récentes perturbations sur les chaînes de valeurs devraient inciter de nombreuses entreprises à repenser leurs capacités logistiques.



Commerce : le secteur a déjà rebondi. Si les perspectives immédiates sont moins bonnes, les JO se profilent au-delà

Avec EUR 5,5 mds investis, soit plus de 20% du total investi dans l'immobilier commercial français, et un niveau 15% au-dessus de sa moyenne 10 ans, **les commerces ont renoué avec de bonnes performances en 2022.**

Cela s'explique par une nette amélioration de la fréquentation. On soulignera à ce sujet que **la hausse est bien plus sensible en périphérie (+23%) qu'en centre-ville (+7%).**

En outre, si 2021 avait été une année de rebond sélectif (essentiellement prime), 2022 a vu l'amélioration se diffuser à l'ensemble du segment.

Et au T1 l'investissement a fait preuve de résistance en relatif mais aussi en absolu à EUR 1,3 md d'euros : c'est 65% au-dessus de sa moyenne 10 ans et représente 40% de l'investissement commercial total sur le trimestre.

En termes de localisation, Paris concentre toujours la majorité des investissements (70% vs 15% pour les régions hors Ile-de-France).

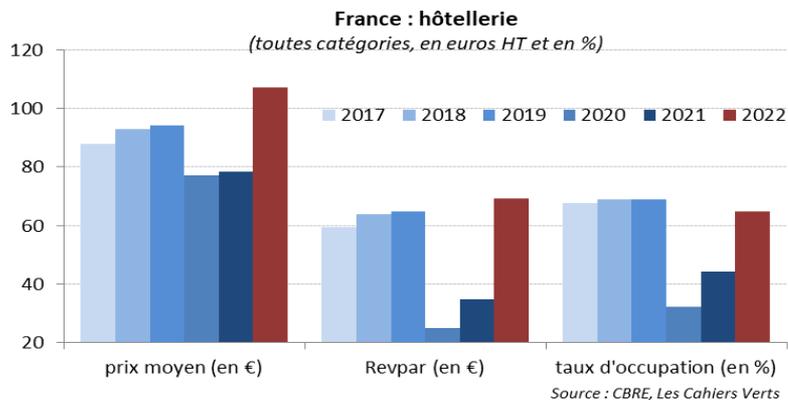
Quid au-delà ?

Après avoir affiché la hausse des rendements la plus faible en 2022 (+25pb en moyenne), les taux prime parisiens ont atteint 3,65% au T1.

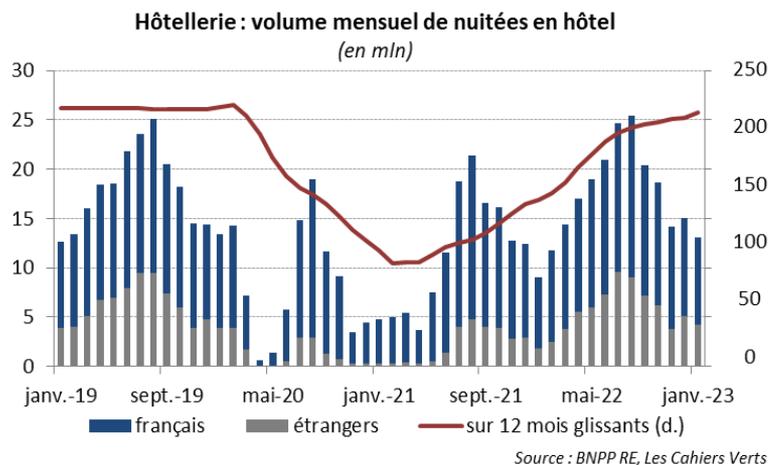
D'une manière générale, les perspectives d'activité sont médiocres à court terme.

Même avec des salaires robustes, il est difficile d'envisager une hausse significative du RDB réel des ménages en 2023. Or, **le chiffre d'affaires des commerces de détail est déjà en baisse (-4% au T1)** et la pression sur les marges va rester forte avec le coût de l'énergie (l'indice des loyers commerciaux a progressé de plus de 6% en 2022).

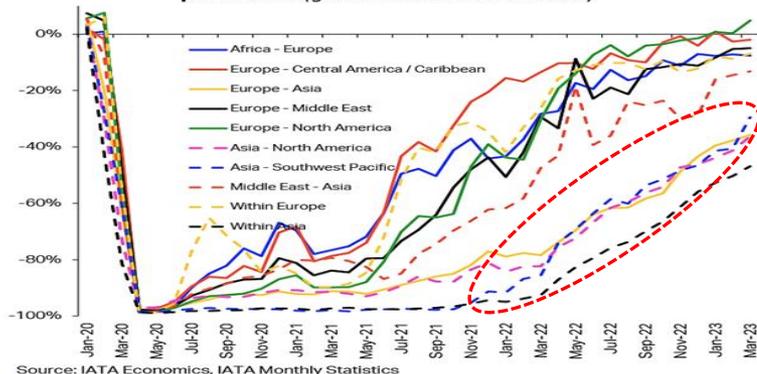
D'un point de vue plus positif, même si son rebond est déjà bien intégré, le tourisme va rester solide. Le segment va par ailleurs bénéficier de l'effet Coupe du monde rugby cette année et JO en 2024.



*Le RevPAR correspond au revenu par chambre disponible



Trafic aérien monde : chiffre d'affaires par passagers et km parcourus (glissement annuel vs 2019)



Hôtellerie : des performances robustes en 2022, mais les perspectives restent positives

L'investissement hôtelier a atteint EUR 2,1 mds en 2022, soit plus de 80% sur un an et les régions se sont montrées attractives (plus de 60% du total).

L'ensemble des indicateurs a continué de s'améliorer :

- taux d'occupation : +20,3pts sur 1 an, et -4,4pts vs 2019 ; prix moyen : +35% sur 1 an et +14% vs 2019 ; RevPar : +95% sur un an, +7% au-dessus de son niveau de 2019.

En termes de localisation, si le RevPar d'Ile-de-France baisse de plus de 5%, Paris affiche une hausse de +14%. Les régions (hors Ile-de-France) suivent (+6,5% vs 2019) avec une divergence Est (à la hausse) / Ouest (à la baisse).

Quid au-delà ?

Au T1 2023, EUR 600M ont été investis (+40% sur 1 an et un niveau supérieur de 30% à la moyenne 10 ans), le RevPar progresse de plus de 40% sur 1 an et les régions représentent 52% des transactions.

La hausse des rendements pourrait se poursuivre, mais elle serait plus faible comparativement à d'autres segments (logistique, bureaux).

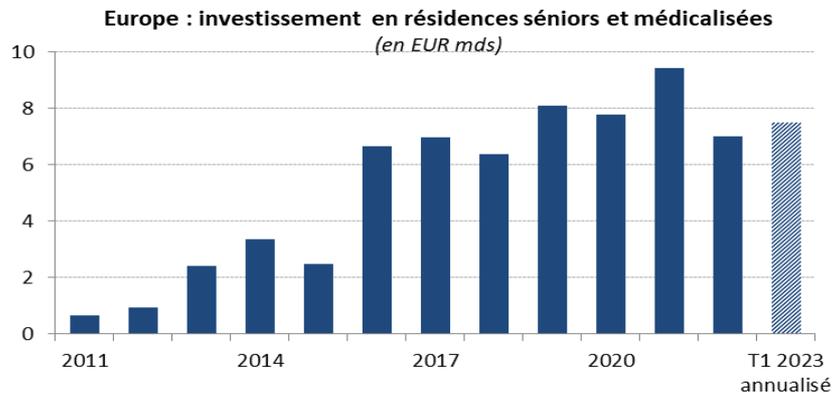
La baisse du RDB réel va progressivement pousser les ménages à réduire leurs dépenses de tourisme. Mais cela devrait être compensé par le tourisme international :

Au niveau mondial, le CA par passager et km parcourus a augmenté de 50% sur 1 an en mars 2023 (-10% sous ses niveaux de 2019). A Paris, ce sont 90M d'arrivées en 2022, +100% sur 1 an.

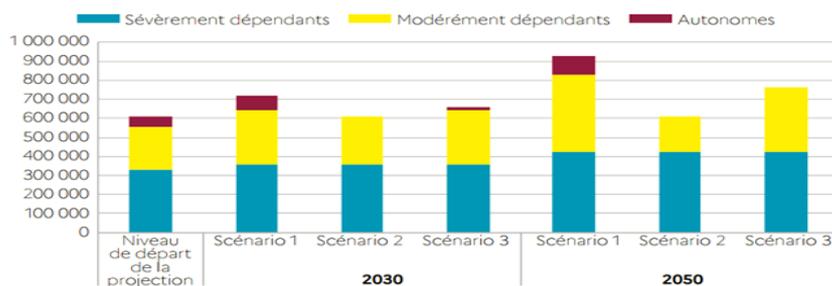
Et ce d'autant plus avec :

- **la levée des dernières restrictions sanitaires en Chine.** En mars, si le trafic total en France reste inférieur de 10% à son niveau de 2019, le trafic chinois reste 75% en dessous.
- **L'enchaînement d'événements sportifs à portée mondiale (JO en 2024 après la Coupe du Monde de Rugby).**





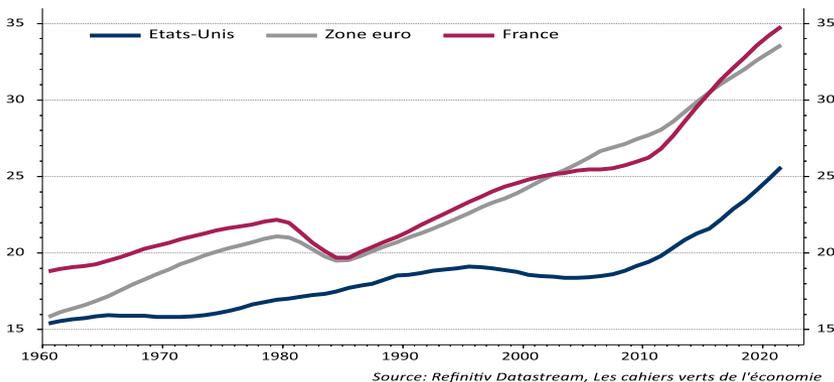
France : nombre projeté de résidents en Ehpad par niveau de dépendance en 2019, 2030 et 2050 selon la politique de favoritisation du maintien à domicile



Note • Scénario 1 : pratiques d'entrées en institution inchangées. Scénario 2 : nombre de places en Ehpad constant, au niveau de fin 2019. Scénario 3 : ouverture de nouvelles places en Ehpad au même rythme annuel que celui observé sur la période 2012-2018. L'hypothèse intermédiaire d'évolution de la dépendance correspond à une part de l'espérance de vie en perte d'autonomie modérée (GIR 3-4) dans l'espérance de vie totale restant constante à l'avenir.

Source : DREES, Les Cahiers Verts

Pays développés : taux de dépendance (personnes âgées / population active)



Santé : un marché de niche avec des perspectives de long terme positives

En 2022, le segment de la santé en Europe affiche une baisse de l'investissement de 25% sur 1 an.

Mais (i) cela reste supérieur à sa moyenne longue, (ii) les transactions ont progressé de 2% et les mises en chantier ont accéléré de 14%.

Au T1 2023, l'investissement a totalisé EUR 1 md d'euros en Europe (-34% sur 1 an), dont 10% en France (vs 30% pour l'Allemagne).

Quid au-delà ?

Les taux de rendement « prime » ont connu une légère décompression mais restent proches des 4,50-5% pour les résidences médicalisées.

Une pression haussière va se maintenir mais elle restera faible compte tenu du déséquilibre offre-demande.

De fait, le marché bénéficie de solides moteurs. En 2030, 21M de seniors de 60 ans ou plus vivront en France, soit 3M de plus qu'en 2019 selon la Direction de la recherche des études de l'évaluation et des statistiques. Au rythme actuel cela supposerait de doubler le rythme d'ouvertures de places observé depuis 2012. Et cela, sans compter l'obsolescence du parc.

L'immobilier de santé est un segment de niche (<5% de l'immobilier commercial total) spécialisé (l'exploitant est détenteur de l'autorisation d'exercer des soins et les actifs de santé ne peuvent être exploités que pour la réalisation de soins).

Moins exposé au cycle que d'autres segments, il représente une alternative et/ou une source de diversification aux segments plus traditionnels.

Conclusion & Questions