

Institut du Financement des Professionnels de l'Immobilier
Comité scientifique : séance du 26 janvier 2021
(par visioconférence)

Compte-rendu

Version finale : 26 mars 2021

NB : ce compte-rendu ne peut que résumer le débat, riche et intense, de notre Comité scientifique. Nous nous réservons la possibilité de diffuser de manière restreinte la transcription (verbatim) complète de cette séance.

1. Participants

Membres du Comité scientifique : Christian de Boissieu, président, professeur émérite ; Philippe Thel, président de l'IFPIImm ; Isabelle Job-Bazille, Directeur des Études Économiques Groupe, Crédit Agricole ; Denis François, Senior Advisor de Swiss Life ; Patrick Lesur, administrateur délégué et vice-président de l'IFPIImm ; Richard Malle, Global Head of Research, BNPPRE ; Pierre-Edouard Boudot, Head of Research France, et Head of EMEA Capital Markets Research, CBRE.

2. But de la séance

Sujet : depuis la dernière séance du Comité scientifique le 13 octobre 2020, quelles sont les évolutions sanitaires et économiques relevées par ses membres, et quels sont leurs impacts sur les marchés immobiliers ?

3. Déroulement

Lors du débat, un large consensus des membres du Comité scientifique IFPIImm s'est dégagé sur les sujets suivants.

a) Contexte sanitaire et économique

Par rapport au contexte actuel, le Comité constate que depuis quelques semaines le positionnement psychologique des acteurs immobiliers a changé. Malgré la levée du deuxième confinement, et l'arrivée progressive des vaccins, la situation sanitaire et économique ne va s'améliorer que lentement, avec une forte incertitude, qui pèse de plus en plus psychologiquement. Les différents marchés immobiliers s'ajustent en fonction de cette nouvelle perception de la « réalité ». Aucun débat sur les pronostics macroéconomiques ne s'est engagé, les participants préférant se focaliser sur les composants économiques impactant directement l'immobilier.

- *Un point, enfin : je constate une psychologie commune de tous ces acteurs qui est aujourd'hui une certaine lassitude à opérer à distance et dans des conditions, il faut bien le reconnaître, anormales.*
- *On a jugé au départ – et c'est une erreur que nous avons faite quasiment tous – que la crise allait être courte parce que c'était une crise sanitaire, et qu'avec la toute-puissance de l'homme et de la science, on allait trouver une solution dans un délai très court. On se rend compte au fur et à mesure que l'on avance dans la crise, que le bout du tunnel se repousse aussi rapidement que l'on avance.*
- *Ce qu'on ressent, et notamment les équipes commerciales chez nous, c'est une dégradation du climat qui est assez forte.*

b) Taux d'intérêt long terme et l'inflation

Le Comité considère que les taux d'intérêt ne devront pas bouger beaucoup en 2021. L'inflation devrait rester maîtrisée.

- *Si je raisonne sur les taux sans risque, que ce soient des taux à court terme, sur les bons du Trésor ou les taux à long terme, sur les obligations d'État, du Trésor allemand, du Trésor français, etc., il n'y a pas de raison que ces taux sans risque remontent en 2021. La BCE ne va pas toucher à ses taux*

directeurs en 2021. Les marchés continuent à avaler ces dettes publiques, le côté open bar des politiques publiques, sans exiger des taux d'intérêt plus élevés du côté des dettes souveraines.

- La forte révision à la baisse de la croissance potentielle des taux longs par le consensus des économistes est un facteur clé du marché de l'investissement. Avant la crise [sanitaire], l'un des plus grands risques identifiés comme créateur de choc déflationniste sur les valeurs immobilières était une forte tension sur les taux longs. Ce risque s'écarte davantage aujourd'hui.
- Mon hypothèse, c'est que l'inflation en 2021 dans l'Union européenne et en particulier dans la zone euro va monter un peu, mais grosso modo, elle va rester quand même assez proche de zéro, c'est-à-dire entre 0 et 1% en rythme annuel.

c) Rendements immobiliers

Par conséquent, le *benchmark* du taux bureaux *prime* restera extrêmement compétitif, avec même un petit potentiel à la baisse, dû à la pression des énormes liquidités des marchés de l'investissement d'aujourd'hui. Mais ce petit segment (en termes de volume) cache des réalités très diverses en termes de rendements immobiliers du reste du marché des bureaux, et sur les autres secteurs immobiliers (voir ci-dessous).

- L'OAT 10 ans (aujourd'hui à -0,2 %) est attendue à seulement 0,6 % d'ici à 2023. Cela aura un impact baissier sur les rendements immobiliers, dès lors que le risque sur la classe d'actif est maîtrisé, ce qui est vrai en particulier sur le *prime*, c'est pourquoi dans ce contexte les 2,5 % pour le rendement *prime* dans Paris QCA sont tout à fait rationnels, accessibles à court terme. Par effet de diffusion, ces baisses se répercuteront sur les segments *prime* et *core* des marchés régionaux. Des niveaux plus bas pourraient même être atteints d'ici quelques années.
- Il y a quand même beaucoup d'épargne, donc pas mal d'argent dans le système. Donc la logique est de dire « j'aurai besoin de liquidité à un moment donné, et elle risque de ne pas être là au moment où j'en ai besoin ». Quand vous regardez des choses basiques comme la collecte des SCPI ou des indicateurs de levée de fonds, vous verrez que ce genre d'indicateurs, certes moins florissants que lors de la période précédente, montre encore des niveaux de collectes importantes et positives. Donc, on n'est pas encore complètement dans cette idée de dire « j'ai besoin de liquidités ». On est plutôt encore à chercher des opportunités d'investissement, alors on sélectionne, on va tous sur du *core*, on va tous sur du résidentiel, on va tous sur la logistique, mais on a de la liquidité à investir encore.

d) Banques, financement et crédit immobilier

Le Comité a confiance dans la résilience des banques. En même temps, il ne sous-estime pas l'impact de la montée probable des risques de solvabilité, en particulier quand l'« oxygène » des PGE sera enfin coupée. Les financements de toutes sortes vont se tarir, et la disponibilité du crédit immobilier pour les ménages se réduire.

- Les charges de risque dans les banques à l'instant T, je ne suis pas sûr qu'elles augmentent sensiblement. Par contre, le brouillard fait fuir les banquiers et particulièrement les directions de risques. Et donc, je pense qu'on devrait quand même assister à une certaine raréfaction ou diminution de la distribution de crédits dans cette conjoncture-là, tant qu'on n'a pas de visibilité sur la reprise. C'est peut-être une histoire de trois, quatre, cinq mois. Mais je pense que d'ici l'été, je ne serais pas surpris que les banques se raidissent.
- Or aujourd'hui, le débat, ce sont les banques. Je pense qu'une des conséquences de la crise actuelle, cela concerne moins les crédits immobiliers aux ménages que les crédits aux entreprises de manière générale. Il va y avoir des pertes des banques sur une petite partie des PGE. L'on a du mal à anticiper : qu'est-ce que les banques peuvent perdre ? Est-ce que ça va être 5%, 10% ? Il y a la garantie de l'État, mais qui ne peut pas dépasser 90% sur les PGE ; la garantie de l'État est comprise entre 70 et 90% selon les crédits.

- *Le recours aux PGE est jusqu'à présent venu garnir la trésorerie des entreprises avec des dépôts à vue en progression historique. Ce constat macroéconomique plutôt rassurant de mise en réserve de liquidité masque cependant des disparités sectorielles fortes. Sur les 130 Mds€ de PGE distribués, le taux de défaut pourrait être, selon les premières estimations de la BdF ou de la BPI, de l'ordre de 5 à 7%, soit entre 7 et 9 Mds€, un coût qui serait supporté en grande majorité par l'État du fait de la garantie publique (70% à 90% du montant des prêts). La part restante paraît tout à fait absorbable par un système bancaire français très bien capitalisé et sachant que les banques ont, dans le cadre des IFRS, déjà constitué d'importantes provisions sur les encours sains (pour couvrir les pertes potentielles futures). Par ailleurs, les conditions de remboursement des PGE pourraient être ajustées dans le temps afin d'éviter la faillite d'acteurs viables économiquement : le différé de remboursement a déjà été porté à 2 ans et la période de remboursement, étalée à ce stade sur 4 ans, pourrait être allongée au cas par cas.*

e) Marché résidentiel

Pour le logement, la grande inquiétude du Comité porte sur l'offre. Différentes évolutions récentes contraignent la construction : l'arrivée de nouvelles équipes municipales, l'hésitation des élus verts à s'engager sur des nouveaux projets, le renforcement considérable des normes écologiques ... Par contre le léger rétrécissement de la demande des ménages (prudence des acheteurs, exigences accrues des prêteurs ...) est plus que compensé par l'arrivée massive des investisseurs institutionnels (publics et privés) sur le marché résidentiel.

- *Il se trouve qu'à la fin d'année 2020 nous sommes arrivés au constat que, même si ce n'est pas brillant, ce n'est pas si catastrophique que cela. Et il existe encore dans les tuyaux pas mal d'opérations à sortir, à développer. Et donc, le moral des troupes de la promotion n'est pas au plus bas, même si ce n'est pas facile. Ce n'est pas facile parce que, si on étudie les autres secteurs, pas seulement dans le monde du logement, on revient à ce que je disais tout à l'heure, à savoir que l'on a énormément de difficulté à motiver les maires pour construire. Un tel blocage au départ du processus de construction est le plus embêtant.*
- *Après les élections municipales de juin dernier, et progressivement lors des derniers mois de l'année 2020, les nouveaux maires étaient en situation de pouvoir à nouveau décider. Et de ce point de vue-là, on a quand même une certaine déception. Les élections ont effectivement privilégié les « hommes verts », si je puis dire, mais au-delà des hommes verts, sur lesquels on n'avait pas placé de grands espoirs quant à la construction dans l'été, l'on constate un mouvement général d'attrition de l'ambition de construire chez l'ensemble des maires.*
- *Et parallèlement, dans la dérivée de l'industrie de la construction, on voit les acteurs du logement social très mobilisés et qui sont toujours en situation d'acquiescer de façon très conséquente des opérations. Pour finir sur le logement, c'est un marché qui subit une crise de l'offre et pas forcément une crise de la demande, comme je viens de l'exprimer.*

f) Marché bureau

Le Comité constate un fait nouveau dans le marché des bureaux : pour la première fois depuis des décennies, un doute profond s'installe concernant le volume et la nature de la demande des entreprises post-COVID. Ce doute impacte fortement à la fois le marché locatif et celui de l'investissement.

Marché locatif :

- *Aujourd'hui le vrai problème, c'est que les entreprises ne savent pas trop ce qui va se passer pour le bureau. Tout le monde est plus ou moins d'accord pour dire que le résidentiel, la logistique, les résidences gérées, tout ça, ça marche bien. Mais sur le bureau, il y a une grosse interrogation, on ne sait pas où on va. Le problème, c'est que l'attentisme de l'utilisateur final, du locataire, va réagir sur les propriétaires, qui eux-mêmes, dans le doute, se disent « abstiens-toi » !*

- *De mon point de vue, nous allons avoir un premier semestre qui risque d'être très morose. Pour des raisons d'attente et d'incertitude évoquées il y a quelques minutes, on risque d'avoir un trimestre très plat sur le plan locatif avec un effet de ricochet sur le plan de l'investissement, ce qui n'a pas été le cas en 2020. En 2020 en effet, on a eu un marché locatif qui a fortement souffert, ce qui était assez logique. Mais le marché de l'investissement s'est quand même globalement plutôt bien comporté.*
- *Là, suite au deuxième confinement, et puis probablement le troisième qui se profile, ça commence à devenir difficile pour maintenir le business. La reprise avec un confinement derrière, puis un nouveau devant, c'est compliqué. Nous constatons une forte remontée de l'offre face à une demande qui a pas mal baissé -- que ce soit ce qui a été placé et ce qui s'exprime -- mais des prix qui continuent à tenir. Dans cette logique « expert », dire les prix « tiennent » c'est en fait seulement parce qu'il y a très peu de transactions.*
- *Donc pour l'instant, on préfère ne pas faire, que faire en dessous du prix. Et puis bon, on verra. On verra dans trois ou six mois avec des utilisateurs qui achètent du temps. Pour l'instant, certains utilisateurs pensent que le marché leur sera plus favorable, probablement dans trois ou six mois. Et par ailleurs, leur consommation de mètres carrés est encore très compliquée à définir parce qu'on a des équipes qui ne sont pas stabilisées aujourd'hui en termes de présence au bureau. Alors ils achètent du temps, c'est de la négociation, des solutions court terme flex. Ça, on le voit, et cela vient en négatif sur la demande qui se place sur la transaction classique.*
- *Quelques mots sur le marché locatif en bureau. Après une année 2020 très basse, on attend une hausse très modérée et technique pour 2021. Certes la dynamique de croissance devrait être tout de même favorable, mais la gestion de la crise sanitaire et les stress budgétaires devraient être une priorité pour bon nombre de locataires, d'autant plus que ces derniers ont besoin de temps afin de reformuler le cahier des charges de leur prochain immeuble. D'ici environ trois ans, on pourrait néanmoins connaître un phénomène de rattrapage des mouvements que nous n'aurons pas vus en 2020/2021. Cela laisserait à cet horizon qui n'est pas si lointain de bonnes opportunités de commercialisation pour tout immeuble bien placé, idéalement équipé et formaté, et enfin agile.*

Marché de l'investissement :

- *On considère qu'en 2020, il y a eu entre 3,5 et 4 milliards € de deals qui ne se sont pas faits sur le marché de l'investissement de bureau. Soit il n'y a pas de références de transactions, soit on n'a pas eu un accord entre vendeurs et acheteurs. Un acheteur qui voulait acquérir à de meilleures conditions s'est trouvé face à un vendeur qui n'était pas prêt à faire des concessions, de rabais sur les prix. Et donc sur ce marché-là la cotation est difficile parce qu'on sait qu'il y a une baisse virtuelle. Mais de combien ?*
- *Rien qu'en investissement bureau Île-de-France, on a recensé 15 opérations de plus de 100 millions d'euros qui ont été retirées du marché pour les raisons évoquées tout à l'heure, pour un total de 3,1 milliards €. Cela veut dire que le chiffre de 3 à 4 milliards € est tout à fait valable.*
- *Pourquoi ces actifs sont-ils retirés du marché ? Essentiellement parce que les espérances de prix entre acquéreurs et vendeurs ne sont pas conciliables. Il y a la question des taux pour les actifs les plus risqués, ou en tout cas ceux qui peuvent avoir un défaut locatif. On sent en effet que des zones qui n'étaient pas considérées comme risquées il y a encore un an le sont désormais devenues. Par exemple, la première couronne nord en Île-de-France – Saint-Denis, Saint-Ouen – était une zone importante en termes d'achat et de demande. Il y avait une offre qui était inférieure à la demande. Aujourd'hui, c'est devenu une zone dite risquée, avec peu de demandes par rapport à l'offre. Et on peut avoir d'autres exemples comme cela. Cela arrive depuis le deuxième semestre 2020, et on pourrait espérer courant 2021 un réajustement des prix via l'effet taux, et donc hausse du taux et donc des baisses de prix.*
- *Je pense que c'est toute la partie core plus qui a encore du mal à trouver son prix, en bureau en tout cas. C'est là-dessus qu'on a un sujet sur les zones risquées. Je pense à un investisseur international,*

notamment, sur le marketing d'un immeuble dans le 17ème, qui n'était pas un QCA et où les acheteurs se sont fait bloquer par leur comité de crédit en leur disant « ce n'est pas QCA » alors que ça se jouait à une rue.

- *Il serait intéressant de souligner que ces zones, qui étaient souvent des zones de trop plein par rapport au marché central qui était devenu cher, etc., et aujourd'hui, elles sont plus challengées. Et plus risquées dans le sens où, en fait – et là j'aborde le sujet de la « ville du quart d'heure » – c'est à dire que ces zones sont coupées d'un environnement autour du bureau. Il faudra intégrer demain le fait que l'on ne construira pas des bureaux au milieu de nulle part. Donc on va construire des bouts de ville avec la limite que j'indiquais tout à l'heure, à savoir que pour faire des bouts de ville, il faut du foncier, et le foncier n'est pas toujours très disponible dans son articulation première.*
- *Pourquoi ne pas enjamber cette période d'incertitude et attendre 2022-2023 pour remettre des actifs sur le marché ? J'ai assisté à des pitches du brokerage où certains investisseurs ont fait pitcher sur des actifs, sachant qu'ils ne voulaient pas les vendre immédiatement, mais histoire d'avoir une idée de prix, avec l'idée de les commercialiser, en fait, dans 6 mois, un an, deux ans, et donc d'attendre la fin de la tempête pour éviter cette décote. Ce qui fait que l'on pourrait encore avoir en 2021 finalement assez peu de deals plus risqués, c'est à dire non core, non prime et donc finalement une insuffisance de références pour ce type d'expertise.*
- *Sur les réajustements de prix, taux, loyer / VLM [Valeur Locative de marché], c'est probablement surtout les VLM ou les loyers qui vont baisser. Donc on ne verra pas les taux bouger beaucoup, mais plutôt la valeur métrique, puisque quand le loyer bouge et le taux reste stable, c'est la valeur métrique qui baisse. Attention à la lecture uniquement taux qui pourrait éventuellement cacher un marché qui bouge quand même en termes de valeur métrique !*

g) Marché commerces (retail)

Le marché des commerces poursuit sa transformation douloureuse, engagée depuis une décennie. La crise ne fait qu'accélérer cette tendance.

- *Il est certain que tant que la crise COVID est là, on a une difficulté à gérer un flux. Le centre commercial, c'est un poumon, donc il doit être irrigué d'un sang dynamique. Et aujourd'hui on a ce virus qui se balade, et les centres commerciaux sont empêchés dans leurs opérations. Moyennant quoi, ils sont restés ouverts, mais leur footfall n'est pas forcément ce qu'il était par le passé, même si l'activité s'est partiellement redressée. Le problème est celui de gérer la relation avec les locataires qui reste difficile. C'est le cas au-delà des centres commerciaux, dans tout le retail, puisqu'en fait, si le gouvernement aide, la problématique du loyer reste pleine et entière et touche plus des deux tiers des acteurs.*
- *Concernant les commerces, on sait que cela va mal depuis déjà un moment, et que cela continue à aller mal. Les situations diffèrent par segment de marché mais le secteur est globalement en crise, avec tout de même une arrière-pensée : « cela peut repartir assez vite le jour où la pandémie s'efface et où les transports repartent de façon plus nette ».*

h) Bureaux de demain

Tous les participants soulignent l'incertitude nouvelle et lourde qui pèse à la fois sur la nature des bureaux de demain, et sur le volume de surfaces dont les utilisateurs auront besoin post-COVID.

- *On parle beaucoup de la quantité de bureaux demain, mais je pense qu'il y a un vrai sujet aussi autour de la qualité des bureaux de demain. Est-ce que le fait de faire moins de quantité ne va pas conduire vers plus de qualité, et donc finalement une enveloppe à un coût immobilier stable pour les entreprises ? La qualité, ça peut être la localisation avec l'idée d'avoir moins de surface, mais une surface mieux positionnée.*
- *Dans la qualité aussi, il y a la typologie d'immeubles, qui est un sujet vaste. Mais il y a quelque chose qui m'a marqué récemment, c'est l'aspect de la qualité qui dépend de comment l'on s'adapte aux nouveaux modes de travail et comment l'on s'adapte à ce qui restera, en tout cas en partie, des*

nouvelles normes sanitaires. Grosso modo, il s'agit de dire qu'il faut pouvoir proposer demain des immeubles qui aient des normes de ventilation qui puissent être compatibles avec des circulations de virus comme l'on connaît actuellement. En termes d'obsolescence d'immeuble, c'est un vrai sujet.

- *Et au-delà de ça, toujours sur ces sujets de ventilation, ou au sens plus large de techniques d'immeubles, si on repositionne des surfaces de travail, dé-concentration pour les open space et les surfaces de collaboration, gestion de surfaces de réunion, là aussi cela implique beaucoup de choses en termes de changements techniques, notamment quand l'on ne fait plus de la même manière une salle de réunion ou un open space. Dans quelle mesure dans des immeubles, relativement récents quand même, mais construits sur un modèle de 70% open space et 30% en salles de réunion, même dans un immeuble qui a 5, 10, 15 ans, on arrive à basculer la technique sur des choses beaucoup plus modernes, en ligne avec les attentes actuelles des utilisateurs ?*
- *Sur l'impact du télétravail sur les bureaux, à mon avis, c'est multifactoriel. Il y a beaucoup d'études qui sortent déjà avec des raisonnements qui sont parfois très charpentés, mais je pense qu'on n'y est pas encore. On n'a pas encore pris en compte l'ensemble des facteurs. On est dans une matière vivante où les entreprises expérimentent. Mais elles n'expérimentent pas vraiment, parce qu'avec le travail hybride, local et à distance, le travail sur site est actuellement très dégradé. En fait, on n'expérimente même pas. Ça va être relativement compliqué de faire un calcul vraiment bon à ce stade. La petite lueur d'espoir, c'est effectivement la logique de dé-densification dans un cadre sanitaire apaisé.*

4. Conclusion

Christian remercie l'ensemble des membres du Comité de leur participation active au débat qui vient de s'achever.

5. Prochaine séance

La prochaine séance du Comité scientifique, dont l'ordre du jour précis sera communiqué ultérieurement, est fixée au mardi 23 mars à 17h30.