

Inflation & immobilier d'entreprise : quels impacts ?

Le retour de l'inflation à des niveaux proches du début des années 1980 et la remontée brutale des taux des obligations d'Etat à 10 ans font ressurgir les incertitudes sur le marché de l'investissement en immobilier d'entreprise. Décryptages et perspectives.



Achevé de rédiger le 05 / 07 / 2022
Arthur Loyd Études & Recherche

Vers la fin d'un cycle immobilier ?

Le marché de l'investissement en immobilier d'entreprise a connu quatre grands cycles depuis 1985. Le cycle actuel, caractérisé par une politique monétaire expansionniste longtemps favorable au compartiment immobilier, avait débuté en 2010 au lendemain de la crise financière globale. Tout laisse à penser que ce cycle devrait s'achever à court terme compte tenu des bouleversements géopolitiques, énergétiques et économiques qui caractérisent la période actuelle. **Le marqueur le plus visible de ce retournement est bien entendu le retour des tensions inflationnistes**, qui semblent s'installer dans la durée et nous ramènent près de 40 ans en arrière. Les causes de cette inflation désormais supérieure à 8,0 % en zone euro comme aux Etats-Unis sont désormais connues : crise du Covid-19 et ruptures de chaînes d'approvisionnement mondiales en 2020, forte reprise économique en 2021 stimulée par la relance budgétaire dans les pays développés, guerre en Ukraine et envolée des prix des matières premières au premier semestre 2022.

Depuis le début du dernier cycle immobilier, les taux obligataires à long terme se sont progressivement contractés pour atteindre des niveaux inédits, parfois même négatifs. Or, l'issue incertaine du scrutin présidentiel et le risque populiste associé jusqu'en avril 2022, conjuguée au retour de la guerre sur le continent européen et aux annonces de la BCE de juin 2022 pour endiguer l'inflation – augmentations prochaines des taux directeurs et fin des rachats d'actifs notamment – ont changé la donne. Le taux de l'OAT 10 ans a enregistré une forte remontée depuis le début 2022, au point d'atteindre aujourd'hui un niveau proche de 2,00 %, soit son niveau de la mi-2014. **Cette remontée des taux des obligations d'Etat à 10 ans n'est pas sans conséquence puisqu'elle dégrade, en théorie, la prime de risque de l'immobilier** – comme d'autres classes d'actifs – par rapport à un placement considéré comme sans risque.

Avec un cycle exceptionnellement long, il faut remonter à la période 2007-2009 pour observer un réajustement majeur du taux de rendement prime bureaux du Quartier Central des Affaires parisien – indicateur de référence portant sur le marché historiquement le plus profond, le plus liquide et donc le moins risqué des différentes typologies d'actifs en immobilier d'entreprise. D'une prime de risque de l'immobilier devenue négative en 2007 sous l'effet conjugué d'une remontée de l'OAT et d'une compression du taux prime, ce dernier a enregistré au total une détente de près de 200 points de base amorcée en 2008, et qui s'est renforcée sensiblement en 2009. Mais la comparaison de la période actuelle avec la crise financière globale s'arrête là : à l'époque, c'est aussi la crise de liquidités qui entraîne le marché de l'investissement dans la tourmente, avec des engagements qui peinent alors à dépasser le seuil des 8 milliards d'euros sur le marché français. Un volume qui tranche avec la moyenne des dix dernières années : plus de 25 milliards d'euros/an.



Quelle(s) réponse(s) face à l'augmentation de l'OAT ?

En moins de 6 mois, les contextes économique et monétaire ont bousculé le marché de l'investissement en immobilier d'entreprise. **La prime de risque immobilière s'est sensiblement contractée, passant de 251 points de base fin 2021 à seulement 75 points de base fin juin 2022**, un niveau largement inférieur à sa moyenne historique de 130 points de base. Ce spread moyen peut être considéré comme le seuil en-dessous duquel l'immobilier perd de son attractivité par rapport aux obligations d'Etat s'il s'installe dans la durée. Dans ce contexte, de nombreux investisseurs font désormais preuve d'attentisme, espérant une lecture plus fine du marché à court terme. Ainsi, certaines commercialisations d'actifs lancées depuis le mois de mai 2022 ont d'ores et déjà été interrompues voire annulées face à des intentions d'achat en-deçà des attentes des vendeurs. A l'image des précédentes périodes de fébrilité enregistrées depuis plus de 30 ans sur le marché de l'investissement, ce sont les premiers **repricing**, si la situation perdure, qui donneront la tendance.

Hypothèses du taux de rendement prime à fin 2022 selon les scénarios prospectifs de la Banque de France immobilier

	2021	Situation actuelle fin juin 2022	Scénario central fin 2022	Scénario défavorable fin 2022
OAT 10 ans	0,19 %	1,95 %	1,70 %*	2,20 %
Taux de rendement prime Paris QCA	2,70 %	2,70 %	3,00 %	3,50 %
Spread OAT 10 ans / taux de rendement prime Paris QCA	+251 bps	+75 bps	+130 bps (moyenne historique)	+130 bps (moyenne historique)
Inflation	+1,60 %	+5,80 %	+5,50 %	+6,00 %
PIB	+6,80 %	-0,2 % (T1 2022)	+2,30 %	+1,50 %

Source : Arthur Loyd Research, Banque de France, *Oxford Economics

Bien que la situation actuelle soit inédite, les taux de rendement immobiliers devraient en toute logique s'ajuster, en corrélation notamment avec l'évolution de l'OAT 10 ans, considérée de nouveau comme attractive. Mais **à l'inverse des marchés obligataires ou actions caractérisés par des volumes d'échanges colossaux et quasi-instantanés, cet ajustement de la « cotation » de l'immobilier pourrait s'étaler sur plusieurs mois, voire plusieurs trimestres.**

Dans l'hypothèse où la situation économique et géopolitique se stabiliseraient, avec par exemple une inflation à +5,50 % et un acquis de croissance économique de +2,3 % pour 2022 comme le suggère la Banque de France dans ses dernières projections macroéconomiques, l'envolée des taux d'emprunt à long terme pourrait s'estomper et l'OAT 10 ans atteindrait 1,70 % en fin d'année, un niveau inférieur à son niveau actuel. En se basant sur la moyenne historique de 130 points de base du spread OAT 10 ans versus taux de rendement prime Paris QCA décrit plus haut, ce dernier devrait, en théorie, s'ajuster pour se positionner à 3,00 %. L'immobilier d'entreprise retrouverait ainsi une prime de risque satisfaisante.

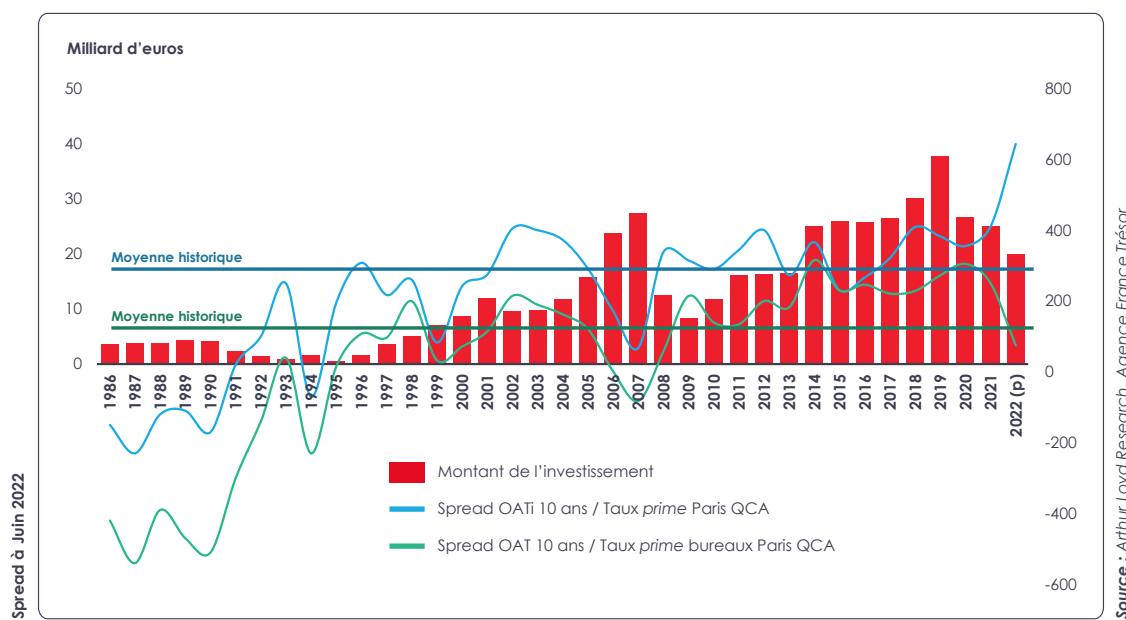
Au regard de la montée actuelle des incertitudes et du caractère inédit des derniers événements, un autre scénario, défavorable, pourrait se matérialiser pour la fin 2022. Avec une croissance du PIB révisée à +1,5 % et une inflation à hauteur de +6,00 %, les investisseurs exigeraient une rémunération du risque plus importante par rapport aux rendements obligataires. Dans le cas d'une OAT 10 ans qui s'installera dans la durée à un niveau proche de 2,20 %, le taux de rendement prime Paris QCA attendu serait de l'ordre de 3,50 % (toujours sous l'hypothèse d'un spread moyen de 130 points de base) entre la fin 2022 et le premier semestre 2023.

Il convient toutefois de noter que si ces scénarios venaient à se confirmer, **la décompression des taux de rendement immobiliers ne serait pas uniforme selon la qualité des actifs d'une part et leur localisation d'autre part**. Comme lors des précédentes périodes de retournement de marché, on pourrait s'attendre à une reconstitution des primes de risque de localisations avec une décompression sans doute plus significative pour les actifs qui ne correspondent pas au canon du *flight to quality*. Par ailleurs, l'accélération de l'obsolescence du bâti pose la question de la valorisation de certains actifs dans un contexte de mise en application progressive du Décret Tertiaire.

Les taux réels en immobilier

En période inflationniste comme aujourd'hui, les taux réels jouent un rôle important. En effet, l'OATi, l'obligation d'Etat indexée sur l'inflation, offre historiquement une prime de risque immobilière plus importante en moyenne : 276 points de base contre 130 sans prise en compte de l'inflation. L'OATi 10 ans est actuellement en territoire négatif et **la prime de risque immobilière, de l'ordre de 644 points de base, est inédite**. Il s'agit là, en théorie, d'un soutien fort à l'immobilier. Cependant, la fébrilité actuelle constatée sur le marché de l'investissement démontre une absence d'appréciation des taux réels par les investisseurs dans leur valorisation immobilière.

Évolution des montants investis en immobilier d'entreprise et de la prime de risque immobilière



Source : Arthur Loyd Research, Agence France Trésor



D'autres variables entrent en compte dans la fixation des taux de rendement immobiliers. Parmi elles, les conditions de financement, qui déterminent notamment l'effet de levier généré par une acquisition et l'atteinte d'objectifs de TRI. La remontée des taux d'intérêts constatée au premier semestre 2022 entraîne dans son sillage un durcissement de l'appréciation du risque par les prêteurs, une part de fonds propres exigée croissante et une hausse parfois sensible du coût de la dette – estimée entre 100 et 150 points de base selon les dossiers par rapport à la fin 2021. **A n'en pas douter, ce nouveau paradigme du financement devrait favoriser à terme les collecteurs d'épargne, et plus généralement, les investisseurs full equity** qui pourront déployer leur stratégie par le jeu d'une moindre concurrence avec les acteurs devant avoir recours à la dette.

Dans tous les cas, il ne faut pas sous-estimer le caractère hautement imprévisible des contextes géopolitique et macro-économique actuels. Parmi les facteurs qui pourraient faire voler en éclat les scénarios ci-dessus : une escalade militaire impliquant un pays membre de l'OTAN, un climat social entraînant une instabilité politique, un risque de fragmentation de la zone euro liée à une résurgence de la crise des dettes souveraines, ou encore, une récession économique majeure entraînée par un choc pétrolier et des difficultés d'approvisionnement de gaz en Europe... Les facteurs d'instabilité ont rarement été aussi nombreux et, **si le pire n'est jamais certain, il est probable que la prudence domine à court terme sur le marché de l'investissement en immobilier d'entreprise.**



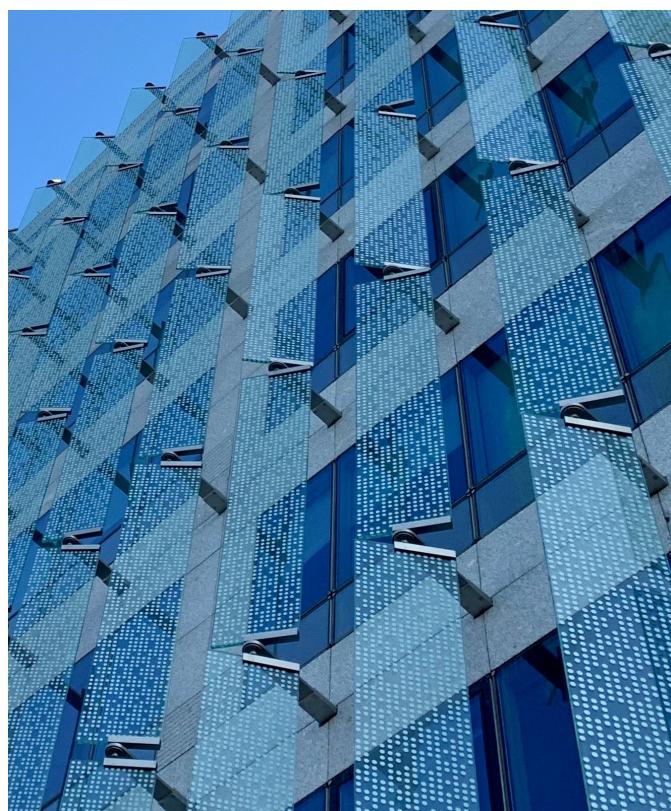
Indexation des loyers et rendement immobilier en période inflationniste

Il est communément admis par les professionnels de l'immobilier que l'inflation est, en théorie, l'allié des bailleurs-propriétaires. En effet, l'indexation des loyers de bureaux en particulier, basée aujourd'hui principalement sur l'ILAT, est calculée au travers de l'indice des prix à la consommation, l'indice du coût de la construction et la croissance du PIB. En 2006-2008, en 2011-2012 puis en 2018-2019, l'indexation des loyers a connu des augmentations significatives avec des variations annuelles supérieures à 2,00 %, correspondant à des périodes d'inflation plus importantes.

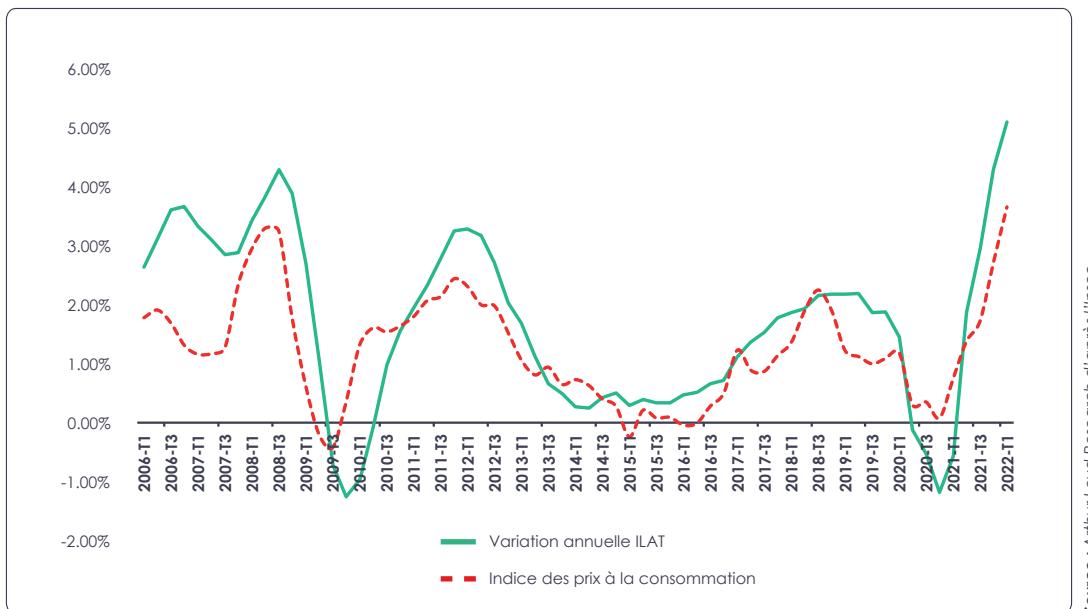
Avec une croissance de l'ILAT supérieure à 5,00 % au 1er trimestre 2022, celle des revenus locatifs s'accélère sur les baux en cours, augmentant de facto le rendement global de l'immobilier. Compte tenu des prévisions d'inflation à moyen terme, cette situation pourrait même perdurer. Ce raisonnement est particulièrement valable sur les durées d'engagement ferme, au cours desquelles les locataires en place demeurent, par définition, captifs.

Toutefois, certaines limites à ce raisonnement pourraient freiner les effets d'une telle indexation des loyers pour les bailleurs.

Tout d'abord, rappelons que **l'acceptabilité par les locataires-utilisateurs d'une hausse sensible des loyers est fonction du niveau des marges des entreprises.** Aujourd'hui toujours préservées grâce au soutien budgétaire de l'Etat et aux très bons résultats des entreprises en 2021, portés par une croissance économique de +6,8 %, les marges des entreprises pourraient être affectées à court-moyen terme par l'effet ciseaux de la poussée d'inflation et d'un ralentissement économique généralisé – voire d'une entrée en récession dans les scénarios les plus pessimistes des économistes. Dans cette perspective, les utilisateurs les mieux conseillés pourraient entreprendre des négociations avec leur bailleur afin de limiter la hausse des loyers au moyen de mesures d'accompagnement par exemple, ou de réduction de surfaces.

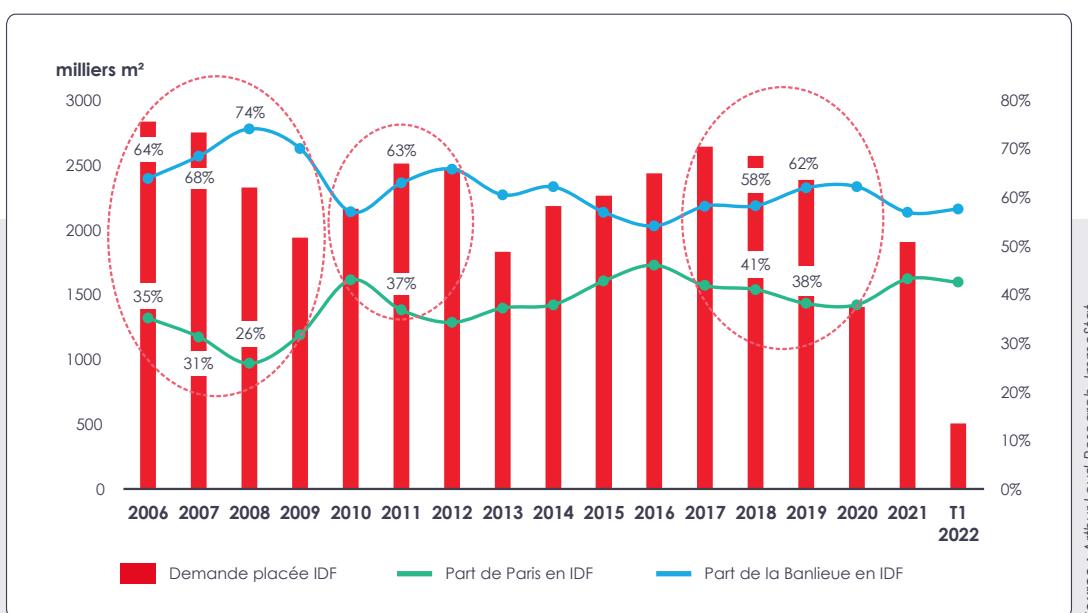


Indexation des loyers et inflation en variation annuelle



D'autres utilisateurs pourraient, lorsque les baux le permettront, décider de revoir tout simplement leur localisation pour réaliser des économies. Ce fut le cas par le passé durant les périodes de hausse d'inflation et d'indexation positive des loyers : la part de marché de la périphérie francilienne, moins chère, a systématiquement augmenté au détriment de Paris.

Évolution de la demande placée en IDF - part de marché de Paris et de la Banlieue



Néanmoins, toutes les entreprises ne décideront pas de déménager dans des secteurs périphériques. Le besoin de centralité reste primordial à l'heure du travail hybride et de la conquête de nouveaux talents. Le marché locatif d'IDF devrait se dualiser davantage avec d'une part des entreprises en capacité de louer des surfaces tertiaires dans les secteurs centraux les plus recherchés et offrant une mixité d'usages si convoitée par les collaborateurs. Et d'autre part, des entreprises en recherche d'économies, mais souhaitant bénéficier tout de même de locaux neufs et efficents.

Si ce renforcement de la segmentation du marché et l'impact de l'indexation des loyers – qui sur le papier, valide le potentiel de réversion de certaines opérations de repositionnement à Paris – sont de nature à préserver la valeur des meilleurs actifs, **les investisseurs vont être très attentifs à la perte en capital que pourrait entraîner une décompression des taux de rendement.**

Ainsi, pour assurer un maintien de la valeur vénale d'un actif parisien acheté sur la base d'un loyer global de 800 €/m²/an et un taux de rendement théorique de 2,70 %, ce loyer devrait atteindre un niveau de 890 €/m²/an dans le cas d'un taux de sortie qui retrouverait un niveau de 3,00 %. Toujours dans l'optique de préserver la valeur vénale de cet actif à son niveau pré-remontée des taux, ce même loyer devrait se positionner à 1 040 €/m²/an dans le cas d'une correction plus sévère du taux de sortie à 3,50 %. Soit une croissance « réaliste » du loyer de +11 % par rapport à la valeur initiale dans le premier cas, et +30 % dans le deuxième cas. (Un niveau qui semble hors de portée d'une indexation même fortement orientée à la hausse.) Plus que jamais, **c'est bien la capacité des entreprises à payer des loyers élevés qui déterminera l'amplitude de la correction des valeurs vénales.**



Étude de cas simplifiée : hypothèses théoriques d'augmentation de loyer nécessaire en fonction du taux de rendement prime Paris QCA permettant d'annuler la perte en capital d'un actif

	Situation actuelle	Scénario central*	Scénario défavorable*
Surface	3 200 m ²	3 200 m ²	3 200 m ²
Loyer global - €/m²/an	800 €	890 €	1 040 €
Taux de rendement prime Paris QCA	2,70 %	3,00 %	3,50 %
Loyer annuel	2,6 M€	2,8 M€	3,3 M€
Prix de vente	95 M€	95 M€	95 M€
Évolution du prix de vente par rapport à la situation actuelle	-	-0 %	-0 %

* : scénarios central et défavorable d'évolution du taux prime Paris QCA présentés plus haut

Source : Arthur Loyd Research, Banque de France, Oxford Economics



Ce qu'il faut retenir :

- La poussée d'inflation a un impact indirect sur l'immobilier d'entreprise : la remontée des taux obligataires dégrade la prime de risque immobilière et, si elle s'installe durablement, finira par rendre obsolète le niveau actuel des taux de rendement immobiliers. C'est cette période de transition entre l'ancien cycle et le nouveau qui génère actuellement de l'incertitude sur le marché de l'investissement.
- En revanche, les taux réels ne sont pas directement pris en compte dans l'appréciation du risque.
- De même, l'inflation impacte positivement l'indexation des loyers et donc agit, en théorie, favorablement sur le rendement global de l'immobilier. En pratique, la valorisation d'un actif est bien plus sensible à toute variation du taux de capitalisation.
- A très court terme, les opérations à fort effet de levier seront les plus affectées compte tenu du durcissement des conditions de financement. Les investisseurs en fonds propres devraient reprendre la main.
- Quatre facteurs viendront soutenir le marché de l'investissement dès lors que la période de fébrilité sera passée : l'abondance d'equity disponible, le caractère tangible de l'immobilier et sa valeur refuge, sa capacité à générer un cash flow, et la relative bonne tenue des marchés locatifs.
- En cas de scénario de type worst case, la classe d'actif commerce, en avance sur la décompression des taux par rapport aux autres classes d'actifs, devrait proportionnellement être moins affectée. En particulier les formats et thèmes les plus défensifs tels que l'alimentaire.

Inflation & immobilier d'entreprise : quels impacts ?

Contacts Études & Recherche :



Cevan TOROSSIAN
Directeur Études & Recherche France
cevan.torossian@arthur-loyd.com



Marine LAMARI
Chargée d'Études Investissement
marine.lamari@arthur-loyd.com

+ de 70
Implantations
partout en France

360
Collaborateurs

4

Structures transverses :



Arthur
Loyd

CRÉATEUR DE
POSSIBILITÉS

PREMIER RÉSEAU NATIONAL DE CONSEIL EN IMMOBILIER D'ENTREPRISE



<http://www.arthur-loyd.com>



[/company/arthurloyd](#)



@arthurloyd