

L'immobilier de bureaux, une valeur sûre ?



Les statistiques d'activité publiées depuis quelques semaines confirment ce que les investisseurs financiers avaient anticipé sur les marchés financiers au mois de Février. Le virus a aussi infecté nos économies. Les entreprises vont réduire leurs charges, ajuster leurs investissements et diminuer leur personnel. Leurs profits vont chuter ou se transformer en pertes.

L'épargnant a pu constater sur ses derniers relevés qu'il s'était appauvri s'il avait investi sur les marchés financiers.

Mais, en France, cette classe d'actifs ne représente qu'une partie marginale du patrimoine des ménages. Nous préférons le livret d'épargne, le fonds en euros et, bien sûr, l'immobilier.

Le livret d'épargne ne rapporte rien et le fonds en euros pas beaucoup plus. Mais ils protègent le capital nominal et sont liquides.

L'immobilier offre une rentabilité normalement plus élevée. En contrepartie, il est illiquide. Il faut bien compter au minimum un trimestre pour céder un appartement ou un immeuble de bureaux. Les prix constatés sur les transactions de vente signées aujourd'hui sont ceux négociés avant le virus. Ils n'ont donc pas bougé.

L'immobilier va-t-il être lui infecté lui aussi ?

Et quel immobilier ? La sophistication et la financiarisation des marchés conduisent à distinguer l'immobilier résidentiel, utilisé et détenu par les ménages (dans le secteur privé tout du moins), de l'immobilier « d'entreprise » recouvrant les bureaux, les commerces, l'hôtellerie et maintenant les établissements de soins. L'usage de ces biens y est réservé aux entreprises ; ils appartiennent parfois à leurs utilisateurs, parfois à des investisseurs professionnels (institutionnels, étrangers, SCPI, foncières cotées), rarement à des particuliers. Ces derniers sont toutefois concernés soit parce que leurs compagnies d'assurance y ont investi leurs primes, soit parce qu'eux-mêmes ont souscrit des parts de SCPI (8,1 milliards d'euros en 2019, record de 2017 pulvérisé).

Le virus n'infectera pas indistinctement ces différents secteurs. Nous nous limiterons aujourd'hui à son impact sur l'immobilier de bureau. C'est en effet depuis 20 ans le produit phare de l'investissement institutionnel en immobilier en France. Il représente chaque année environ 60% du volume d'investissement immobilier global.

Les investisseurs achètent généralement des immeubles susceptibles d'apporter un revenu régulier, indexé sur la croissance économique et pour des durées relativement longues (au moins huit à dix ans). Certains recherchent la sécurité, ils se concentrent sur les actifs les mieux situés et les moins rentables (« core ») ; d'autres privilégient la performance, ils se positionnent sur des immeubles présentant un potentiel et un aléa.

La performance d'un actif immobilier s'analyse au travers de son rendement et de sa valorisation (plus ou moins-value). Depuis la crise financière de 2008, les loyers et les prix se comportaient positivement mais sans excès, portés par la croissance du secteur des services et par la baisse des taux d'intérêt. En conséquence, le rendement facial des actifs s'était contracté mais sans spéculation particulière. Le rendement moyen des SCPI s'élevait à environ 4,5 % en 2019, soit une prime de risque relativement élevée par

rapport à un placement sécurisé. Cela procurait un bon coussin de sécurité. Le marché de l'immobilier de bureau était équilibré.

Et maintenant ? Allons-nous connaître une crise longue, comparable à celle des années 1990, période durant laquelle le secteur s'était effondré et avait mis à plat les banques, ou un choc éphémère, tel celui de 2008-2009 ?

Il n'y aura probablement pas d'effondrement du secteur de l'immobilier de bureau en raison d'une part, de l'absence de spéculation, d'autre part de l'injection massive de liquidités dans l'économie. Mais l'épidémie va se diffuser progressivement dans le secteur pour le transformer durablement.

La valse à trois temps

Dans l'immédiat, « même pas mal » !

Le confinement de l'économie ne semble pas avoir eu d'impact sensible sur les recouvrements de loyers des bureaux, comme il en a eu pour les commerces et les actifs hôteliers.

Les bureaux loués à de grandes entreprises dans des marchés locatifs matures, qui représentent l'essentiel du marché, ont moins souffert que les bureaux de plus petite taille loués à des PME. L'activation de Plans de Continuité d'Activité, l'existence d'une trésorerie abondante et une diversification des métiers expliquent la résilience des grandes entreprises.

Le marché de l'investissement ne s'est pas bloqué. Les transactions engagées ont été finalisées sans panique particulière. Mais peu d'annonces spectaculaires de nouvelles acquisitions sont venues animer les discussions des professionnels.

Il semblerait enfin que les conditions de financement se durcissent légèrement. Les banques commencent à intégrer le risque économique et, pour les plus gros « deals », la difficulté à syndiquer les financements.

Dans les prochains mois, le virus pourrait infecter les bureaux !

L'Etat ne pourra remplacer le Père Noël éternellement. Il va certes engager des plans de relance importants et ciblés mais, d'ici quelques semaines, les entreprises vont se retrouver face à leurs comptes de résultats avec l'incertitude liée à la demande et à l'évolution de l'épidémie. Elles se seront par ailleurs pour une grande partie d'entre elles lestées d'un endettement supplémentaire qu'il va bien falloir rembourser.

Le premier risque pour l'immobilier de bureau réside dans l'envolée du chômage tertiaire. Quelques télétravailleurs ne retrouveront pas leur

bureau après le déconfinement, beaucoup d'entre eux perdront leur emploi dans les mois à venir. La baisse de l'emploi tertiaire va peser sur les loyers des bureaux.

Le second risque porte sur l'évolution des rapports entre locataires et propriétaires. Les locataires vont-ils disposer du cash suffisant pour régler leurs loyers lorsqu'ils seront sevrés de la morphine étatique ? Les utilisateurs vont également souhaiter impliquer les bailleurs dans la protection sanitaire de leurs locaux. Ils vont enfin s'interroger sur leurs besoins immobiliers à l'ère du télétravail et du distancement social.

Les propriétaires pour leur part, comme lors de chaque période de crise, vont être attentifs au comportement de leurs locataires et privilégier à l'avenir la qualité de la signature de leurs futurs locataires.

Le dernier risque repose sur le comportement des acteurs financiers. On se souvient que, lors de la crise financière de 2008-2009, les banques avaient contraint les propriétaires de l'opération Cœur Défense à vendre l'actif du fait de la rupture de leurs engagements contractuels (« covenants »). Quelle sera leur attitude demain, étant précisé que les « covenants » sont souvent moins rigides aujourd'hui qu'ils ne l'étaient il y a dix ans ?

Le secteur de l'immobilier de bureaux dispose d'atouts pour faire face à ces risques économiques. Il est notamment entré dans la crise en bonne santé. Mais il ne pourra être immunisé contre la matérialisation, même partielle, de ces trois risques. Les loyers vont s'ajuster. La prime de risque va s'accroître. Il n'est pas interdit d'anticiper une baisse des valeurs mesurée d'ici la fin de l'année.

A plus long terme, une modification des usages ?

L'immobilier de bureau sera structurellement impacté par le virus.

Du côté des entreprises, il ne s'agira pas d'une révolution mais d'une évolution. Les coûts immobiliers représentent le second poste de dépenses après la masse salariale. Jouer sur le taux d'occupation, la mutualisation des postes fixes, etc., leur a déjà permis de réaliser des économies substantielles. Dans les bureaux de qualité en Ile-de-France, le ratio moyen est de 11 m² par poste, en diminution constante depuis plusieurs années. Sous couvert de télétravail, elles vont intensifier leurs économies en généralisant le « flex office » où les espaces de partage sont privilégiés au détriment des postes individuels.

Du côté des salariés, les revendications concernant la conciliation de la vie professionnelle et de la vie personnelle vont s'intensifier. Les entreprises

seront contraintes de s'adapter. Elles vont devoir offrir à leurs salariés sur leur lieu de travail les services permettant d'optimiser la vie quotidienne.

Certains prédisent une modification encore plus radicale de l'organisation du travail au sein de l'entreprise grâce à la généralisation et la systématisation du télétravail. Une telle évolution se heurterait toutefois à de nombreux obstacles. Les salariés ne souhaitent pas tous travailler à domicile. Les entreprises sont encore méfiantes. Le lien entre télétravail et productivité des salariés est loin d'être automatique. La société Yahoo avait généralisé le télétravail auprès de ses salariés en 2013. Elle les a rappelés à leur bureau six mois après. La productivité du télétravail « en mode dégradé » durant le confinement reste à évaluer ainsi que les investissements qui seraient nécessaires à une éventuelle généralisation.

L'accélération du télétravail ne signifie donc pas la disruption du bureau en tant que service.

En conclusion

L'immobilier de bureau ne devrait donc pas sortir indemne de la crise épidémiologique. Mais il résistera. Les entreprises continueront de réunir leurs salariés dans des locaux collectifs même si elles renforcent encore leurs efforts d'économies et les mesures de protection. Et il s'adaptera.

En tant que support d'épargne, si la situation sera compliquée durant la prochaine année, à moyen terme, l'injection de liquidités devrait constituer un puissant facteur de soutien des prix.

Ne vendez pas dans la précipitation vos parts de SCPI !

Pour plus d'informations :

- Téléphone : 01.42.85.80.00
- Courriel : info@maubourg-entreprise.fr