



L'immobilier français en 2023 : *nouvelle donne*

Table des *matières*

Un tournant pour l'immobilier français : entre résilience et polarisation 2

Un marché marqué par une forme de résilience	2
Des actifs alternatifs qui tirent le marché.....	3
Mais un marché qui se polarise à vitesse grand V : vers l'éclatement de la bulle des actifs datés.....	5
Les indicateurs "prime" : l'arbre qui cache la forêt	5
Le logement neuf, en première ligne face aux perturbations de marché.....	6
En conclusion un marché qui plie mais ne rompt pas et une demande pour la qualité qui domine le marché.....	7

Dans ce contexte, 2023 est-elle une bonne année pour investir dans l'immobilier ? 8

Les six tendances qui devraient marquer le marché en 2023 (et au-delà).....	8
Après 10 ans à la main des vendeurs, un marché qui redevient propice aux acheteurs	9
Une hausse des taux source d'attentisme, de revalorisation des actifs et de difficultés de financement.....	9
Un mot d'ordre « flight to quality » : la ruée vers les actifs prime (et verts).....	11
L'éclatement de la bulle des actifs bruns tertiaires ?.....	12
Les enjeux démographiques qui soutiennent la demande à long terme et la tension sur les loyers	12
En conclusion en 2023 : back to basics.....	13

Un tournant pour l'immobilier français : entre résilience et polarisation

Le marché immobilier français a débuté son retournement en 2022 et a permis de constater la fin du paradigme financier ayant contribué à une hausse constante de la quasi-totalité des actifs immobiliers depuis près de 15 ans.

Une année qui débutait par la sidération et l'attente suite à la guerre en Ukraine et marquait la fin d'un environnement propice à la hausse continue des valeurs.

Si on ne devait citer que quelques événements :

- La fin d'une période de paix sur le continent européen ;
- Le grand retour de l'inflation à +5,2% sur un an ;
- La hausse des taux débutée en 2021 qui s'est poursuivie et accélérée (Euribor 2,5%, OAT à 2.73%) ;
- L'avènement du télétravail, du flex office et de la mobilité a accéléré l'obsolescence de certains actifs ouvrant la voie au repositionnement mais dont le pic de la révolution est peut être déjà derrière nous ;
- L'entrée en vigueur de la loi Énergie Climat et confirmation de la nouvelle orientation politique des mairies ;

Malgré ces facteurs : le retournement du marché immobilier n'a pas eu lieu en 2022 bien que les signes de ralentissement se soient multipliés.

Au même moment, ce sont les objectifs de décarbonation qui viennent bouleverser les valeurs immobilières en créant une réelle polarisation des prix entre les actifs répondant aux dernières normes environnementales et ceux directement concernés par la vague réglementaire visant à verdir le parc français (loi climat énergie, décret tertiaire, loi Zéro Artificialisation Nette etc.).

Si l'immobilier neuf était le principal "contraint" par les normes environnementales, c'est l'ensemble du parc ancien (résidentiel, comme tertiaire) qui est désormais soumis à une réglementation volontariste ayant pour objectif la neutralité carbone du secteur à horizon 2050.

Un marché marqué par une forme de résilience

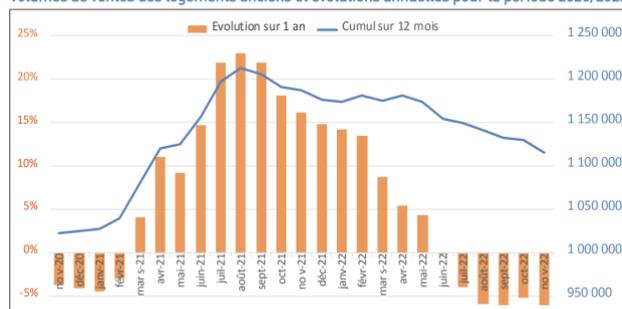
Côté résidentiel le marché avait de nombreuses raisons de se retourner sous l'influence du contexte bancaire et macroéconomique. Entre le plafonnement des taux d'usure créant une baisse de 20% des octrois de crédit, la baisse du pouvoir d'achat immobilier lié au renchérissement des coûts d'emprunt et l'incertitude globale, tous les ingrédients étaient présents pour annoncer un gel des transactions.

Et pourtant, même si la dynamique s'inverse en mensuel à partir de juillet, on recense un niveau historique de transactions à plus de 1,1 millions (-4% sur un an) mais surtout très au-dessus de la moyenne historique à 900.000 transactions. Idem côté prix, au niveau du territoire, la hausse continue avec plus de 4,6% en moyenne !

Malgré le contexte, les prix sur le territoire ont continué de grimper sur le premier semestre avant de baisser au second. Les prix sur l'hexagone affichent en dépit de ces phénomènes une hausse moyenne de 4,6%. La capitale quant à elle affiche un repli de -1,2% des prix moyens.

Source : Meilleurs Agents	Évolution des prix 2022 / 2021
Paris	-1,2%
Top 10 grandes villes	+4,7%
Top 50 grandes villes	+5,0%
France	+4,6%

Volumes de ventes des logements anciens et évolutions annuelles pour la période 2020/2022



Nombre de logements anciens vendus en cumul sur 12 mois - France (hors Mayotte). Source : IGEDD d'après DGFiP (MEDOC) et bases notariales - ADNOV/CSN

Du côté des bureaux, la tension locative dans les meilleurs placements reste forte. On compte plus de 2 millions de m² placés en 2022 en ligne avec la moyenne décennale et +10% VS 2021 avec une surreprésentation dans Paris Intramuros (50% vs 42% des transactions). Le contexte macroéconomique et les risques de récession n'ont pas semblé freiner la demande. Du côté des loyers, la hausse se poursuit dans les meilleurs emplacements, les prix dépassant les +940€/m² pour le Quartier Central des Affaires parisien, 340€/m² pour le marché Lyonnais et 320€/m² à Marseille (Euromed).

Si on s'intéresse à la valorisation des actifs de bureaux *prime*, même constat. Alors que les taux sans risque ont évolué de plus de 300 points de base, l'immobilier *prime* de bureaux parisien (indicateur central de la santé du marché immobilier professionnel) n'a décalé "que" de 55 points de base. Faisant fi d'une part significative de la hausse du marché monétaire.

Des actifs alternatifs qui tirent le marché

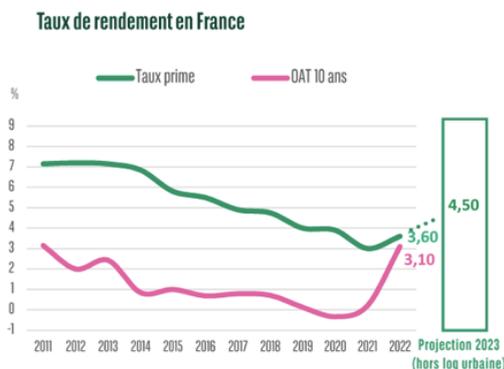
Au-delà des principales classes d'actifs que représentent le logement et le bureau, on constate que la demande a été soutenue pour les actifs alternatifs.

Côté logistique, le marché a été soutenu par une demande importante et une offre structurellement limitée. Dans cette dynamique les loyers s'envolent depuis 2 ans avec une augmentation des loyers *primes* de 10% à 20% sur les principaux axes français. Du côté des investisseurs, la correction des taux de capitalisation¹ a débuté passant de 3,10% à 3,60% mais ne reflète que très partiellement la hausse des taux d'intérêt. Cette baisse des valeurs est

1

toutefois à prendre avec des pincettes dans un contexte où l'offre est, et restera structurellement déficitaire sous les effets de la loi ZAN.

Le taux de capitalisation correspond au rendement attendu par les investisseurs sur une classe d'actifs. Il est égal au taux sans risque majoré d'une prime de risque. Ce taux de marché permet de calculer la valeur d'un actif à partir des



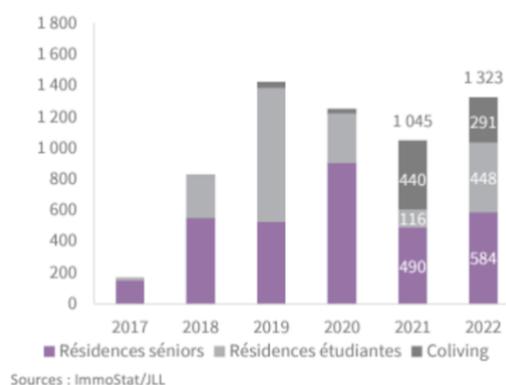
loyers générés. Valeur de l'actif = Loyers / Taux de

capitalisation

L'immobilier géré a également tiré son épingle du jeu en présentant des primes de risque significatives par rapport au logement traditionnel. Nous pensons que ces primes devraient se comprimer dans les prochaines années du fait de la faiblesse des coûts de gestion et d'une demande locative qui va continuer de s'orienter vers plus de flexibilité, de services et de convivialité.

Le marché a représenté 1.3 milliards d'investissement en 2022, en hausse de près de 30% par rapport à 2021. Le coliving fait même son apparition dans les statistiques de marché depuis 2019 atteignant 291 millions investis l'an dernier. L'immobilier géré présente notamment un fort intérêt dans un contexte inflationniste grâce à une capacité à répercuter la hausse des coûts due notamment au modèle de prestation de service et non de bail classique.

Volumes investis en immobilier géré



Enfin après une traversée du désert, c'est l'hôtellerie qui affiche une bonne dynamique. Tous les indicateurs sont au vert, avec des prix moyens en forte hausse dépassant les 100€ pour la première fois sur le territoire, des RevPAR² supérieurs au niveau de 2019 (+7% VS 2019). Seuls les taux d'occupation sont encore un peu en retrait par rapport au niveau 2019 mais compensés par la bonne dynamique côté prix. Côté des investissements, l'année a été record avec plus de 2,1 milliards investis, soit 83% par rapport à 2021 mais encore en-deçà de l'excellente année 2019 qui avait comptabilisé plus de 2.6 milliards d'investissement.

Performances hôtelières en France à 12 mois
Toutes catégories, en € HT, variations comparées à la même période en 2021

	Taux d'occupation	Prix moyen	RevPar
Global	64,7% +20,3 pts	107,1 € +26,9 %	69,2 € +84,8 %
Super-éco	64,7% +14,3 pts	53,8 € +12,5 %	34,8 € +44,5 %
Économique	63,7% +18,2 pts	79,6 € +14,4 %	50,7 € +60,4 %
Moyen de gamme	65,1% +23,8 pts	122,3 € +19,2 %	79,6 € +87,8 %
Haut de gamme	66,1% +31,5 pts	260,9 € +24,8 %	172,5 € +138,2 %

Cette résilience du marché français est soutenue par quelques fondamentaux :

- Durant les différentes crises passées, les propriétaires (privés comme institutionnels) ayant le choix avaient préféré garder leurs actifs, bloquant ainsi les transactions mais refusant de facto des baisses de prix trop importantes ;
- La rareté des actifs disponibles en ultra-centre favorise la demande (et donc les loyers) côté logements et bureaux ;
- Bien qu'en baisse, le pouvoir d'achat immobilier reste important par rapport aux moyennes historiques et a permis de maintenir les transactions ;
- L'immobilier prime joue encore le rôle de valeur refuge d'un point de vue financier.

Mais un marché qui se polarise à vitesse grand V : vers l'éclatement de la bulle des actifs datés

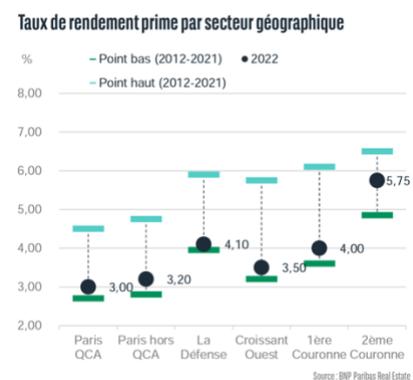
Polarisation (nom féminin) : apparition ou existence de deux pôles au sein d'une structure ou au cours d'un phénomène."

S'il est un phénomène qui marque l'immobilier depuis 2022, c'est l'accélération de la polarisation entre les actifs primes et les autres ; avec ce phénomène des écarts de prix croissant sont et vont être constatés dans les années à venir.

Si on ne peut pas parler objectivement de bulle sur le marché immobilier tant les fondamentaux restent positifs pour une grande partie du marché, on peut très vraisemblablement début 2023 parler de l'éclatement de la bulle des actifs obsolètes.

Depuis 2010, la lumière était portée sur l'obsolescence en termes d'usages (transformation des bureaux en logement, adaptation aux nouvelles formes de travail, flexibilité des offres etc.), l'année 2022 a été un catalyseur de l'obsolescence géographique et environnementale.

Le graphique ci-contre montre bien que les écarts de taux entre les différents emplacements en Ile de France : un Quartier Central des Affaires quasiment stable malgré la hausse des taux et le bureau en deuxième couronne passant de 4,50% à 5,75% de taux de capitalisation.



Les indicateurs "prime" : l'arbre qui cache la forêt

Alors que la baisse constante des taux d'intérêt depuis 2008 a artificiellement augmenté la valeur des actifs en voie d'obsolescence, le retournement de marché va être fatal pour les actifs obsolètes.

Ces actifs subissent trois phénomènes :

- d'un côté la hausse des taux de capitalisation augmentant les attentes de rendement des investisseurs et poussant les valorisations à la baisse
- de l'autre la baisse de la demande locative dans certaines zones et donc une baisse des loyers attendus
- Et des travaux de rénovation significatifs sur le volet environnemental pour répondre aux nouvelles normes thermiques et énergétiques.

Pour matérialiser ces phénomènes le taux de vacance à Paris intra-muros atteint 3,5% contre 15% en périphérie et jusqu'à 20,7% pour la 1ère Couronne Nord et péri-défense...

Si les repricing d'actifs n'apparaissent pas encore dans les chiffres officiels à date mais se font ressentir dans tout le marché alors que 2022 a plutôt été marqué par une forme d'attente des professionnels.

Les investisseurs ont commencé par "lever le crayon" en attendant une forme de stabilisation de la situation macroéconomique. En bureau, 15Mds ont été investis en 2022, bien en deçà de la moyenne à 10 ans alors qu'en résidentiel les investissements sont passés de 7,3Mds€ à 5,6Mds€ sur l'année.

Les premières transactions en 2023 donneront le « la » de la nouvelle dynamique de pricing et des attentes des investisseurs et sur la dynamique de liquidité des actifs "datés" qu'aujourd'hui personne ne sait véritablement valoriser.

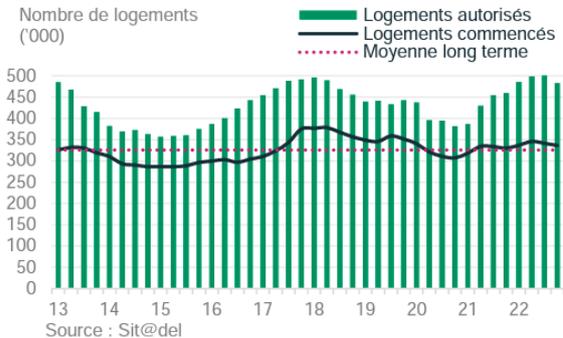
Le logement neuf, en première ligne face aux perturbations de marché

Alors que les promoteurs attendaient depuis 2018 la reprise de la dynamique en termes d'octroi de permis de construire pour dynamiser l'offre, le nouveau contexte économique impacte les marges et les prix de vente par le truchement de la chute de la demande.

L'année 2022 et le début d'année 2023 continuent de montrer de vives tensions sur le marché de la promotion. Ces derniers subissent une série de challenges depuis plusieurs années :

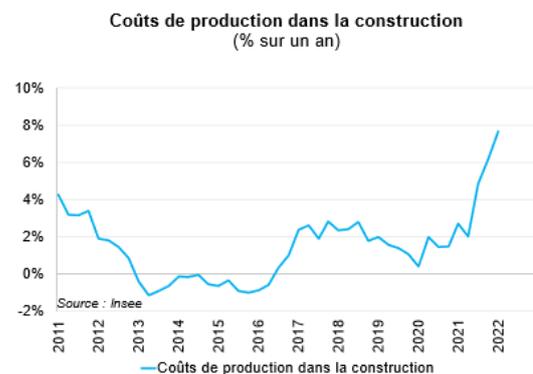
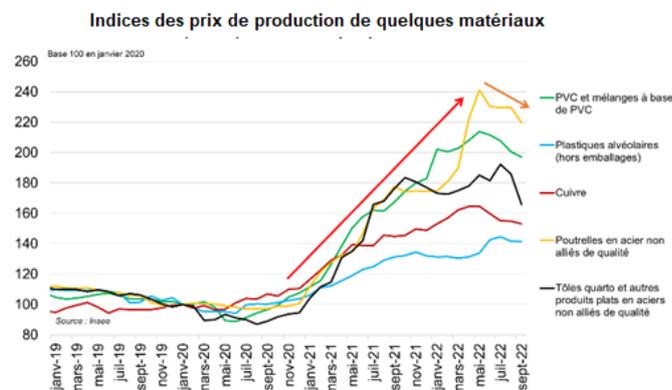
- Ralentissement des octrois de permis de construire dans l'attente des élections municipales puis suite à l'installation des mairies écologistes dans les plus grandes villes françaises ;
- Une hausse des coûts de construction qui a été initiée en 2020 corrélée à des difficultés d'approvisionnement ;
- Une baisse de la demande des investisseurs institutionnels comme privés en 2022 ;
- Une hausse des coûts de financement et perte d'attractivité de l'investissement locatif ;
- Des dispositifs fiscaux rabotés (fin du PINEL en 2024).

Construction de logements en France



2022 finit donc d'achever la profession avec une baisse constatée de 25% des réservations sur le dernier trimestre (source Baromètre FPI) et qui devrait se confirmer début 2023.

Du côté de la hausse des matières premières entamée depuis 2020, l'asymptote a peut-être été atteinte comme le montre les graphiques ci-dessous issus de la dernière étude de la Caisse des Dépôts.



Exemple d'impact sur un programme de promotion immobilière

Pour mieux comprendre l'impact sur les marges des promoteurs et marchands de biens, un rapide exemple : un projet financé à 60% par crédit bancaire, présentant un prix de revient de 10M€ avec une marge prévisionnelle d'1M€ voit le coût du financement augmenter d'environ 350 points de base sur un an. Ainsi le financement passe de 2,50% à 6%, soit sur un an 210K€ correspondant à 21% de la marge toute chose égale par ailleurs.

Compte tenu des besoins structurels en logement sur le territoire, il y'a fort à parier qu'une partie de la réponse en 2023 sera une réponse politique avec une intervention plus ou moins significative de la Caisse des Dépôts pour absorber la production ne trouvant preneur, restera toutefois à résoudre pour les opérateurs l'enjeu de maintien des marges pour ne pas risquer une série de défaillance chez les plus petits acteurs.

En conclusion un marché qui plie mais ne rompt pas et une demande pour la qualité qui domine le marché

Comme toujours dans l'immobilier français, on ne peut faire de généralité tant l'environnement et les tendances impactent différemment les actifs.

	2022		Tendance 2023		Commentaire ³
	Demande (volume)	Valeur	Demande (volume)	Valeur	
Logements anciens	<ul style="list-style-type: none"> → Ensemble ↘↘ Instits → Particuliers 	↗	<ul style="list-style-type: none"> ↘ Ensemble → Instits. ↘ Particuliers 		Une demande structurellement forte mais qui devrait ralentir sous la pression de la hausse des taux et de la baisse du pouvoir d'achat pour revenir aux moyennes de 10 ans. Des prix qui devraient marquer le pas après une décennie de très forte hausse.
Logements neufs	<ul style="list-style-type: none"> ↘↘ Ensemble ↘↘ Instits →↘ Particuliers 	↘	<ul style="list-style-type: none"> ↘↘ Ensemble ↘↘ Instits. ↘↘ Particuliers 		Forte baisse de la demande des particuliers face à des difficultés de financement, une perte d'intérêt des dispositifs fiscaux et une demande institutionnelle impactée par la hausse des rendements attendus.
Bureaux prime	→	→	→	→	Une demande qui devrait se maintenir dans un mouvement de "flight to quality" des investisseurs. L'effet rareté devrait soutenir ici le marché côté demande et valeur grâce aux hausses de loyers attendues.
Bureaux obsolètes	↘↘↘	↘	↘↘↘	↘↘	Repricing significatif intégrant les positionnements complets nécessaires et/ou les coûts de rénovation énergétiques.
Hôtellerie	↗	↗	↗↗	↗↗	Hausse de la valorisation des fonds de commerce et reprise de la dynamique d'acquisition murs et fonds. Les hôtels devraient bénéficier d'un effet report notamment de la part des SCPI.
Immobilier géré	↗	→	↗	→	Maintien des valeurs attendue pour les meilleurs actifs et hausse des taux de capitalisation plus importantes pour les autres. La demande des investisseurs pourrait augmenter grâce à l'effet report et au caractère inflationniste des loyers.
Logistique prime	↘	↘	↗	→	Taux de capitalisation attendus en hausse après 10 ans de très forte baisse mais qui pourrait être partiellement absorbée par la tension sur l'offre et donc les loyers. Attrait toujours significatif des investisseurs attendus grâce aux bons fondamentaux des sous-jacents (demande forte, offre limitée, enjeux de relocalisation).

³ Ce tableau de synthèse est produit par les équipes de gestion d'ANAXAGO à titre informatif.

Dans ce contexte, 2023 est-elle une bonne année pour investir dans l'immobilier ?

« La crise est une opportunité de repenser nos priorités » David Suzuki

Si 2021 a été une année marquée par un effet rattrapage, 2022 a initiée une entrée accélérée dans le monde d'après avec des changements soudains ; l'année 2023 devrait désormais permettre aux acteurs de construire à partir de ces nouvelles règles du jeu.

La courbe de Kübler-Ross, décrypte les phases de tout deuil et décrit bien l'état d'esprit du marché immobilier français en ce début d'année. Après le choc, le déni, la colère et l'acceptation réticente, s'ouvre la phase de reconstruction.

Les six tendances qui devraient marquer le marché en 2023 (et au-delà)

Si les tendances de fonds qui transforment l'immobilier n'ont pas fondamentalement évolué, qu'il s'agisse de la rareté du foncier, de la structurelle demande croissante en logements, la nécessaire décarbonation et la transformation des actifs répondre aux nouveaux usages, il convient de noter que 2023 sera en plus marqué par une nouvelle donne sur le volet macroéconomique et financier ainsi que par le probable éclatement de la bulle des actifs obsolètes.



1/ Un marché qui revient à la main des acquéreurs, une première en 10 ans



2/ Une hausse des taux source d'attentisme, de revalorisation des actifs et de difficultés de financement



3/ Un mot d'ordre « flight to quality » : la ruée vers les actifs prime (et verts)



4/ L'éclatement de la bulle des actifs bruns tertiaires ?



5/ Les enjeux démographiques qui soutiennent la demande à long terme et la tension sur les loyers

Dans des moments d'incertitude, nous pensons clé de lever la tête et regarder les tendances de fonds qui vont façonner le marché immobilier français.

Après 10 ans à la main des vendeurs, un marché qui redevient propice aux acheteurs

Un triple phénomène va venir freiner la demande globale en immobilier et donc la concurrence entre acquéreur :

- (1) Des difficultés d'accès au financement et le renchérissement des frais financiers impliquant une baisse des leviers et du pouvoir d'achat immobilier ;
- (2) Le retrait massif des capitaux dans la lignée des nouvelles allocations des investisseurs institutionnels ainsi que le retrait des investisseurs non spécialisés ;
- (3) Le flight to quality dirigeant les capitaux vers les actifs les plus prime délaissant les actifs à repositionner.

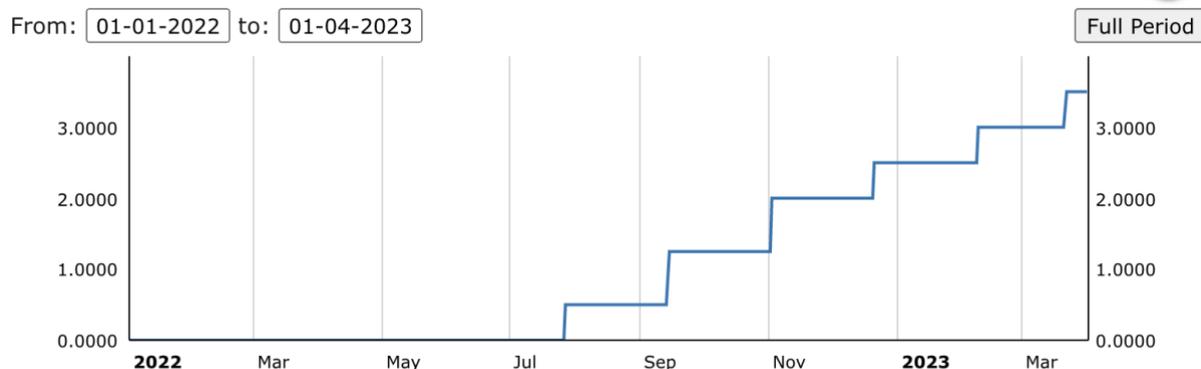
En conséquence, nous pensons qu'une courte fenêtre pour des acquisitions "value-added"⁴ s'ouvre devant nous. Les acteurs disposant de liquidités devraient sortir gagnant de cette période. Toutefois, si la dynamique est certaine du côté des actifs concernés par la réglementation environnementale et non adaptés aux nouvelles contraintes, pour les autres actifs, des négociations et décotes devraient apparaître du simple fait d'une moins forte demande et concurrence entre acquéreurs.

Malgré tout, des capitaux significatifs vont être déployés en 2023 du simple fait de la collecte historique des SCPI qui a dépassé les 10 Mds d'euros en 2022. Dans un contexte de hausse des taux, ces dernières devraient néanmoins avoir moins d'enjeux d'investissement rapide grâce à la bonne rémunération des placements à terme (entre 3% et 4%) et pourraient contribuer à la re négociation des actifs.

Une question fondamentale, au niveau microéconomique, va se poser pour tous les propriétaires : vais-je garder mes actifs et réaliser les investissements nécessaires à leur mise en conformité environnementale ou vais-je les arbitrer à un prix plus faible pour permettre à un autre le soin de les transformer.

Une hausse des taux source d'attentisme, de revalorisation des actifs et de difficultés de financement

Les banques centrales ont confirmé leur objectif prioritaire : ramener l'inflation sous la barre des 3% en Europe. Pour ce faire, l'offensive continue du côté de la hausse des taux confirmée au T1 2023. Désormais l'immobilier doit s'adapter aux nouvelles règles du jeu et avancer malgré l'incertitude qui plane sur les taux et donc la potentielle baisse de valeur des actifs.



Taux directeurs de la BCE

Pourquoi la politique des taux fait-elle *trembler l'immobilier* ?

Les investisseurs immobiliers de type SCPI, OPCV ou foncières cotées valorisent leurs actifs à la juste valeur, c'est-à-dire à la valeur de marché, quand bien même les actifs sont détenus à long terme et n'ont pas vocation à être cédés.

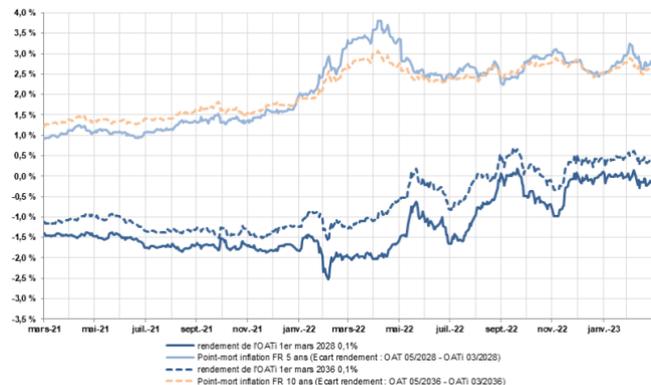
⁴ La stratégie "value-add" (à valeur ajoutée) vise des biens avec d'importants travaux à réaliser et/ou un risque potentiel de vacance locative.

Donc en théorie à méthode constante de valorisation (sur la base des taux de capitalisation du marché), mécaniquement quand les taux d'intérêts sans risque augmentent de 300 points de base, les valorisations des biens immobiliers, à prime de risque constante, devraient augmenter d'autant.

Cette approche théorique est toutefois trop simpliste dans un marché inflationniste, dans lequel la rareté prime, la demande est structurellement supérieure à l'offre et où les stratégies de détention à long terme prédominent.

Alors qu'historiquement il était admis une corrélation de 0,8 pour 1 entre variation des taux de capitalisation immobilier et variation des taux sans risque, cette donnée ne semble plus vérifiée. En deçà d'un certain niveau des taux sans risque, les taux de capitalisation dans l'immobilier n'ont plus baissé et désormais il existe une nouvelle donne : une inflation jamais connue depuis 35 ans.

Cette inflation vient également changer la perspective des actifs immobiliers puisque grâce au mécanisme d'indexation des loyers sur le prix des biens et services, l'immobilier est un des rares actifs financiers avec les obligations d'Etat indexée (OATi) à ne pas subir l'inflation. En conséquence, les projections d'inflation (et de hausse des loyers) vont être prises en compte par les investisseurs les incitant à ne pas dégrader leur prix de vente. Il conviendra désormais de comparer l'évolution des OATi (cf graphique ci-contre) avec les taux de rendement des actifs immobiliers pour une lecture plus précise du marché.



Pour cette année, nous ne nous aventurons pas à prédire le niveau d'inflation en Europe, d'autres s'y sont essayés, mais nous prendrons comme hypothèse principale une hausse continue des taux jusqu'à 3,50%, soit encore 50 points de base d'augmentation par rapport au taux actuel.

Cette politique monétaire suivie au jour le jour et scrutant la maîtrise de l'inflation impactera certainement encore fortement le marché en 2023 via plusieurs phénomènes :

- (1) Une certaine forme d'attentisme dans les arbitrages et investissements dans l'attente de certitude du côté de la politique des taux
→ baisse des niveaux d'investissement, baisse du nombre de transactions.
- (2) Des hausses des taux de capitalisation pour reconstituer des primes de risque
→ Baisse des valeurs pour lesquels les actifs les moins rares (bureaux, commerce et activité en dehors des zones tendues)

Un accès au financement plus difficile pour les professionnels de l'immobilier et les acquéreurs ainsi qu'une tension sur les marges

La politique de hausse des taux au niveau européen impacte directement les ménages et les opérateurs immobiliers. En effet, les crédits des opérateurs immobiliers étant principalement indexés sur l'EURIBOR 3 mois auquel s'ajoute une marge bancaire, la hausse des taux directs implique une hausse équivalente du côté des coûts de refinancement bancaire. Il en va de même pour les investisseurs et acquéreurs qui voient leur pouvoir d'achat immobilier directement impacté.

Les acteurs faisant largement appel à la dette devraient être moins présents du fait du renchérissement et des durcissements de condition d'octroi des crédits (fonds d'investissement, marchands de biens, promoteurs). On prévoit en conséquence, moins de concurrence et donc une demande moins soutenue. Une opportunité se présente ici pour financements alternatifs portés par les acteurs de la dette privée (plateforme de crowdfunding et fonds spécialisés en tête).

Pour mieux comprendre l'impact sur les marges des promoteurs et marchands de biens, un rapide exemple : un projet financé à 60% par crédit bancaire, présentant un prix de revient de 10M€ avec une marge prévisionnelle d'1M€ voit le coût du financement augmenter d'environ 350 points de base sur un an. Ainsi le financement passe de 2,50% à 6%, soit sur un an 210K€ correspondant à 21% de la marge toute chose égale par ailleurs.

Du côté des professionnels, l'impact sera très différent pour les opérations financées à taux fixes (ou bénéficiant de couvertures de taux) et les opérations fortement endettées et à taux variable. Des difficultés et une baisse des marges est à attendre pour ces dernières.

Concernant les nouvelles opérations, une baisse structurelle des marges dans la promotion est à attendre du fait du renchérissement des prix de revient (financement, coût de la construction) et d'une demande freinée dans certains secteurs.

Du côté des acquéreurs, après le blocage lié au taux d'usure, c'est concrètement les décisions d'achat qui semblent être remises en question. Les particuliers constatent une baisse du pouvoir d'achat immobilier de près 14% pour les emprunts contractés sur des durées de 20 ans.

Vers une stabilisation ?

Une dynamique haussière qui pourrait prendre fin en cas de maîtrise de l'inflation ou de ralentissement trop important de l'économie. La société Chatham Financial communique chaque semaine les projections de consensus des économistes sur la courbe des taux. S'il est certain que seule la BCE est maître de ce sujet, il est intéressant de noter, que tout comme les prévisions d'inflation, il est prévu qu'à long terme les taux se stabilisent entre 2,50% et 3% VS un pic attendu à 3,50% d'après les dernières études.



Figure 1 Source : Chatham financial courbe forward - projection de l'Euribor 3 mois sur la base du consensus Chatham

En conséquence : des difficultés de financement à attendre pour les opérateurs comme pour les acheteurs (cf ci-après) pour les nouveaux projets et les anciens projets financés à taux variable.
 → Baisse des marges des opérateurs, baisse des acquisitions dans le neuf et l'ancien.
 → Baisse des prix dans le neuf du fait d'une moins forte concurrence et de la nécessité d'écoulement des lots côté promoteur.

Un mot d'ordre « *flight to quality* » : la ruée vers les actifs prime (et verts)

Dans un contexte inflationniste les investisseurs devraient se tourner en priorité vers les actifs les plus prime (emplacement, qualité des locataires et qualité environnementale), nécessitant peu d'investissement et générant des revenus stabilisés indexés sur l'inflation.

Cette tendance pour le « *flight to quality* » devrait accélérer la polarisation du marché et la chute des investissements dans les actifs "bruns".

Le broker CBRE constate dans une étude une prime de loyer plus de 21% pour les immeubles de bureaux certifiés, par rapport aux actifs non certifiés (actifs bruns) sur une période de 5 ans. La prime peut évoluer entre 13% et 29% en fonction des marchés et des localisations.

A l'inverse, les actifs bruns vont subir des baisses drastiques.

Quelles opportunités ?

- Opportunité pour les stratégies "build to core" visant à rénover des actifs anciens pour les repositionner au niveau des actifs neufs et ainsi profiter à la fois de la décote des actifs bruns et de la prime sur les actifs verts.⁵

⁵ Pour aller plus, loin découvrir le [concept](#) de "green premium" et "brown discount".

- Des tensions sont à attendre sur les biens bruns les moins bien situés qui devraient subir les plus forts *repricing* notamment pour ceux nécessitant d'importants investissements pour les mises en conformité environnementales.

L'éclatement de la bulle des actifs bruns tertiaires ?

Plusieurs fois évoquée, la décote des actifs bruns va devenir une véritable réalité. Les taux bas ont artificiellement maintenu les prix de ces actifs qui présentaient un intérêt immobilier limité mais des rendements financiers attractifs dans un contexte généralisé de faible rendement des différentes classes d'actif.

A l'heure où le marché revient sur ses fondamentaux, les actifs bruns en dehors des centres-villes vont subir le rattrapage des taux de capitalisation, la baisse de la demande des investisseurs et des locataires. Une triple sanction qui pourrait impacter fortement les acteurs les plus exposés ayant réalisés peu de travaux sur leurs parcs (SCPI bureaux / bureaux ou foncières spécialisées).

Pour imaginer cette tendance, prenons le cas d'un bureau en périphérie d'une grande ville française présentant des loyers de l'ordre de 150€/m2/an pour une valeur de 2.200€/m2, soit un rendement de 6,4% pour le potentiel acquéreur. Avec un budget de rénovation thermique et énergétique de l'ordre de 1.000€/m2, soit 45% de la valeur du bien. Ainsi une fois rénovés, à prix constant l'actif présentera un rendement de 4,5%.

Le SHIFT Project estime quant à lui des besoins de plus de 58 Mds d'euros pour la rénovation des passoires thermiques en France, des investissements conséquents qui devront être réalisés par les propriétaires ou pris en charge par les investisseurs.

Alors que la rénovation thermique pouvait être facultative dans le passé, désormais, les actifs liquides seront les actifs rénovés toutes les parties prenantes intégrant les critères ESG dans leurs décisions d'intervention : banquiers, acquéreurs, locataires et investisseurs.

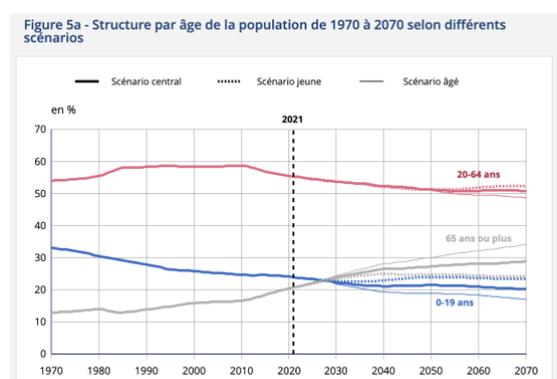
Les enjeux démographiques qui soutiennent la demande à long terme et la tension sur les loyers

Les changements démographiques et sociaux continueront de transformer l'immobilier français dans les années à venir. La population vieillissante entraînera une demande croissante pour des logements adaptés aux personnes âgées, tandis que la croissance de la population et la diversité culturelle créeront des opportunités pour de nouveaux types de logements et de quartiers.

En effet, au-delà des changements d'usages et des nouveaux modes de vie, s'il y'a bien une tendance de fonds qui impacte durablement la demande immobilière, c'est la pression démographique. La dernière étude de l'INSEE publiée en 2021 prévoit une hausse de la population de plus de 2 millions à horizon 2044 et un vieillissement significatif du fait d'une baisse attendue des naissances, à ces tendances vient s'ajouter les nouveaux modes de vie et la hausse des divorces qui favorisent la croissance du nombre de ménages sur le territoire et le besoin en logements.

Les statistiques de la Fédération des Promoteurs Immobiliers (FPI) estime qu'il existerait un besoin de 1.000.000 de nouveaux logements par an, un nombre très certainement surévalué les chiffres des différents ministères du logements établissant ce chiffre à 500.000 soit la moitié.

Par ailleurs, notons que 80% de la population française est répartie sur environ 6% du territoire (source Insee), ce qui implique que la tension devrait être croissante dans les zones denses soumises à la nouvelle politique ZAN interdisant l'artificialisation des sols.



Cette hausse de la population devrait continuer de créer une tension sur la demande de logements de manière générale qu'il s'agisse de logements en accession, de logements sociaux, logements à loyers modérés et résidences gérées (senior en tête).

Les changements sociétaux, qu'il s'agisse de l'évènement du télétravail ou l'attrait des villes moyennes pourraient réduire l'intensité de la demande dans les 5 grandes métropoles régionales mais sera répartie sur les villes moyennes et villes de plus de 100.000 habitants.

En conclusion, en 2023 : *back to basics*

Alors que le marché immobilier est soumis à des vents contraires, nous pensons qu'il est nécessaire de nous concentrer sur l'essentiel : les actifs rares dont la demande locative sera croissante.

Bien évidemment, le repricing des actifs ne peut être ignoré, ni l'impact de l'inflation comme des taux d'intérêts plus élevés. Toutefois il doit être traité selon nous par un incontournable du monde de l'immobilier (et des affaires) : la maîtrise du prix d'achat et la projection de la rareté des actifs dans les prochaines années.

Qu'on parle des besoins liés à « l'économie de la vie » comme la santé, l'éducation, le logement, l'alimentation ou que l'on revienne aux fondamentaux de l'usage social de l'immobilier comme le fait de dormir, découvrir, se retrouver ou travailler, nous sommes convaincus que dans un contexte d'augmentation de la démographie dans les zones tendues, les actifs immobiliers répondant à ces différents enjeux feront l'objet d'une demande locative croissante à moyen et long terme et d'un effet rareté.

Il est difficile de faire des généralités tant l'emplacement prime en immobilier, d'une rue à l'autre, d'une ville à l'autre et même d'une région à l'autre. Toutefois, les 3 principales règles de l'immobilier à savoir l'emplacement, l'emplacement et l'emplacement, doivent être gardées en tête et les investisseurs les ayant oubliées en paieront certainement le prix dès 2023.

En 2023, nous conseillons d'investir sur les actifs qui présentent une décote à l'instant t mais qui une fois rénovés, reloués et/ou repositionnés retrouveront tout leur attrait. En dehors des actifs les plus prime qui devraient faire l'objet de valeur refuge et de bon rempart contre l'inflation grâce à l'indexation des loyers, nous recommandons d'investir sur des horizons de 3 à 5 ans pour profiter à la fois de la décote des actifs bruns et de la future prime aux actifs verts permettant une création de valeur significative.

A l'inverse, nous pensons qu'il faudra rester éloignés des SCPI/OPCI/foncières spécialisés dans les bureaux en région le temps que les nouvelles valeurs d'expertise permettent une revalorisation des parts de ces dernières. Globalement, de nombreux actifs pourraient se transformer en friche tertiaire en l'absence de demande locative soutenue pour les emplacements les moins centraux. Ces actifs devenant quasiment impossible à valoriser, nous pensons qu'il s'agit du principal risque dans l'immobilier en 2023.

D'un point de vue des financements obligataires (crowdfunding ou club deal obligataire), nous privilégions le financement d'actifs ou d'opérations en direct au financement corporate (financement des sociétés des opérateurs) dans un contexte où les opérateurs immobiliers présentent un haut niveau d'endettement.

Au sein d'ANAXAGO Capital, nous poursuivrons notre stratégie d'investissement et de financement aux côtés des professionnels du secteur à travers 3 thématiques :

- (1) Les actifs résidentiels et tertiaires devant faire l'objet de travaux conséquent sur les volets thermiques et énergétiques dans les centres-villes ;
- (2) L'hôtellerie et l'immobilier géré (coliving, coworking et résidences services) permettant de répondre au mieux à la demande croissante de flexibilité tout en fournissant des services et en offrant une seconde vie aux actifs en voie d'obsolescence ;
- (3) L'immobilier spécialisé dans la formation et l'éducation.

Pour aller plus loin

- [Étude CDC Marché immobilier et absorption du choc sur les taux d'intérêt](#)
- [Le Talk : Think Tank Real Estech](#)
- [Étude BNPRE : Bureaux IDF T4 2022](#)
- [Étude Savills : L'Europe est confrontée au risque d'actifs tertiaires obsolètes](#)