



# Zoom sur les crises du marché immobilier tertiaire

---

**MARKET  
SUMMARY**

SEPTEMBRE - 2024



LE **PODCAST**  
DE CATELLA

**ICADE** **CO**  
**vea** Immobilier



Flashez ce QR code et écoutez l'interview de Charlotte Lacoste - Covéa Immobilier, et celle de Nicolas Joly - Icade

## INTRODUCTION

• Le déclenchement de la crise sanitaire Covid-19, début 2020, mais surtout le retour brutal de l'inflation qui en a découlé et le changement de politique monétaire mi-2022, ont entraîné le marché de l'immobilier non résidentiel dans une crise dont l'ampleur est pour le moment difficilement mesurable. On a assisté en 2023 à une chute brutale des montants investis qui s'est accentuée au S1 2024 (-51% en 2023 / -46% au S1 2024), à un recul de la demande placée (-16% en 2023 / -5% au S1 2024) et à une hausse de l'offre immédiate à un niveau sans précédent.

À ces indicateurs en berne, viennent se greffer des interrogations sur une baisse structurelle possible de la demande liée au télétravail, ainsi que les impacts des contraintes réglementaires liées à la transition écologique ou à l'obsolescence d'une partie du parc de bureaux.

• En 40 ans, l'immobilier tertiaire a traversé cinq grandes crises, qui ont affecté les marchés locatifs et de l'investissement

à différents degrés. Si l'on se réfère à l'étymologie du mot, du grec « *krisis* » et du verbe « *krinein* » qui signifie passer au crible, trier, séparer des grains, la crise, malgré sa brutalité, est aussi un moment charnière qui redéfinit les conditions du nouveau cycle et du « rebond ».

Afin de mieux appréhender les contours de la « crise immobilière » actuelle, nous avons choisi de jeter un regard dans le rétroviseur : **comment le marché immobilier a traversé les différents cycles économiques depuis le début des années 90s ? Quels enseignements en tirer pour éclairer la situation actuelle ?**

• Cet exercice de relecture doit nous permettre de prendre un peu de recul dans le brouillard du présent. Assiste-t-on à des rééquilibrages naturels entre l'offre et la demande, à de véritables changements de paradigmes ?



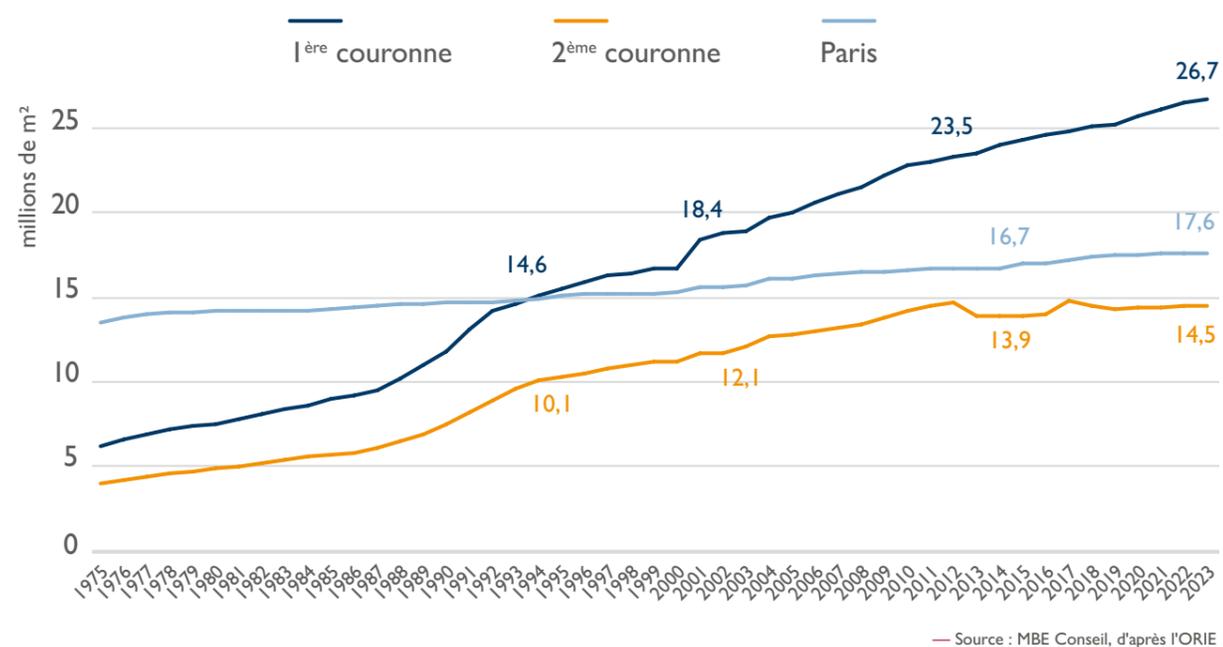
# I. L'AVÈNEMENT D'UN « MARCHÉ IMMOBILIER » TERTIAIRE (LA DÉCENNIE 1990)

## UN MARCHÉ IMMOBILIER TERTIAIRE QUI SE STRUCTURE À PARTIR DE LA FIN DES ANNÉES 80 ET VA CONNAÎTRE SA PREMIÈRE CRISE MAJEURE EN 1993

La tertiarisation de l'économie française s'est largement accélérée dans les années 80. L'emploi dans le tertiaire productif (transport de marchandises, commerce de gros, services aux entreprises...) a ainsi connu une croissance moyenne annuelle de 1,8% entre 1975 et 1982, puis de 6,3% entre 1982 et 1990. En conséquence, le marché des bureaux a connu un essor majeur, accompagné par des acteurs dominés par les promoteurs et les marchands de bien. Ceux-ci ont bénéficié de la déréglementation des banques françaises qui a démultiplié les encours de crédit : estimés à 25 milliards de francs en 1982, ils auraient atteint 350 à 450 milliards en 1992.

En Île-de-France, la géographie des bureaux a rapidement évolué d'une polarisation dans Paris à une multiplication des pôles tertiaires. À partir du début des années 80, les chantiers d'envergure se multiplient : outre les restructurations de très grands immeubles dans Paris (les « paquebots »), la construction croît considérablement dans les Hauts-de-Seine et le parc de bureaux de la 1<sup>ère</sup> couronne connaît une croissance telle qu'en 1992, il dépasse le parc parisien. Dans cette période charnière entre 1985 et 1991, la spéculation immobilière est à son comble et les loyers et les prix des bureaux croissent très fortement.

### Évolution du parc de bureaux en Île-de-France



En 1991, la première guerre du Golfe éclate et fait office de déclencheur de la crise qui va secouer le marché de l'immobilier tertiaire. La France, pénalisée par la chute des exportations et un fort endettement des consommateurs, entre en récession fin 1992. Le repli de la croissance se confirme en 1993 : le PIB baisse de 0,6% et l'emploi de 0,9%. La hausse du chômage, la baisse du pouvoir d'achat et le maintien de taux d'intérêts réels élevés pèsent sur le marché du logement, qui s'effondre, le nombre de transactions baissant par exemple à Paris de 40% entre 1991 et 1992.

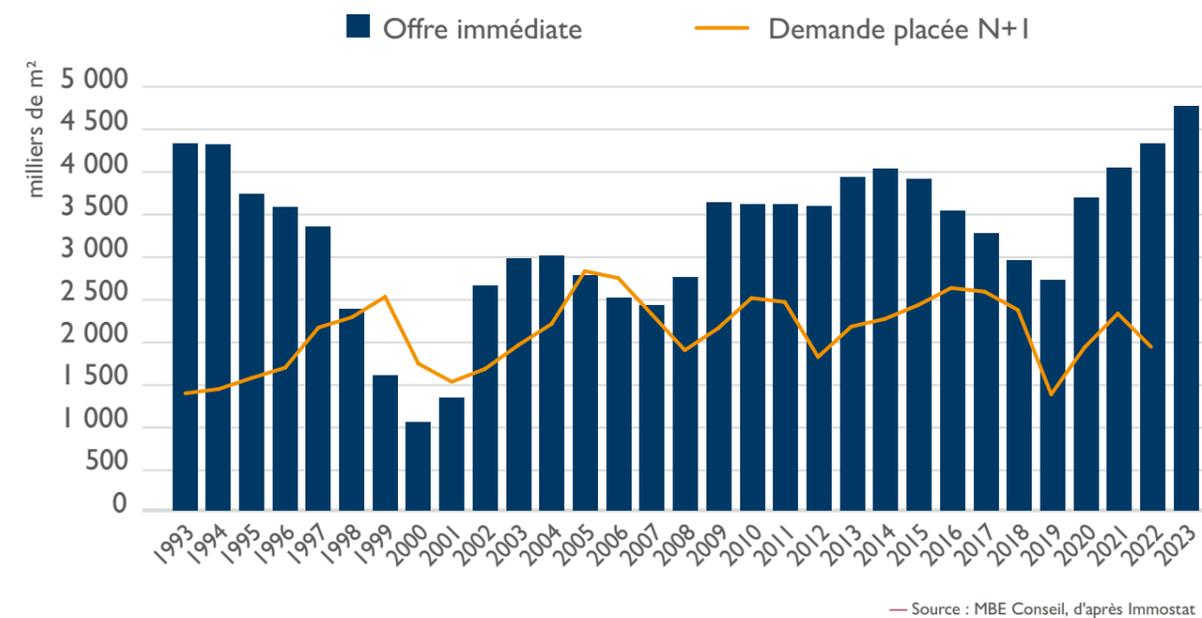
À la crise économique vient se greffer une crise du système monétaire européen. En septembre 1992, plusieurs monnaies européennes sont attaquées par des spéculateurs : la livre et la lire devront sortir du système et la peseta espagnole est dévaluée. C'est aussi après l'été 1992 que la crise s'accélère dans l'immobilier tertiaire, avec les publications des résultats des banques et les annonces successives des plans de sauvetage des promoteurs. À noter que cette crise majeure est internationale : de New York à Tokyo en passant par Paris et Londres, le marché des bureaux s'effondre, victime du ralentissement économique, de la baisse de la demande, dans un contexte spéculatif tablant sur une hausse des prix trop élevée en multipliant les projets.

La crise frappe évidemment les promoteurs, mais aussi les banques, qui accumulent les créances douteuses et les investisseurs institutionnels, dont les immeubles sont touchés par une vacance importante. La demande placée en Île-de-France avait pour la première fois dépassé 2 millions de m² en 1990. Elle est divisée par deux en 1992. En conséquence, la surproduction de bureaux est majeure et l'offre immédiate dépasse 4,3 millions de m² en 1993, constituée pour moitié de bureaux neufs ou rénovés. De grands projets de ZAC sont stoppés tels que les ZAC de Bercy ou Paris Rive Gauche, dans

Paris, ou la ZAC Bords de Seine, à Issy les Moulineaux, où plusieurs transactions de grande taille ont été annulées.

Le marché de l'investissement non résidentiel du début des années 90 est de taille réduite. Les volumes investis entre 1986 et 1990 culminent à peine au-dessus de 5 milliards. Proportionnellement, la chute de l'investissement en 1993 est cependant importante. Les volumes investis sont plus que divisés 5, atteignant à peine 900 millions investis au point bas.

### Offre immédiate et demande placée en Île-de-France



La crise de 1993 est majeure et ses effets sont durables. La production de bureaux va fortement se réduire jusqu'à l'an 2000 et il faudra attendre 1996 pour que la demande placée repasse au-dessus de la barre des 1,5 million de m². La reprise économique est solide entre 1997 et 2000, dopée notamment par l'essor des nouvelles technologies. 8 ans se sont écoulés entre le bas de cycle de 1992 et le haut du cycle de 2000 : à cette date, 2,5 millions de m² de bureaux sont commercialisés en Île-de-France et l'offre de bureaux, à l'inverse, atteint son niveau le plus bas sur la période : à peine plus d'un million de m² disponibles immédiatement.

C'est également à partir de l'année 2000 que l'investissement en immobilier non résidentiel va connaître un changement de taille et de nature, une modification profonde du marché, issue de la crise de 1993. En effet, d'une part les investisseurs institutionnels ont été nombreux à se désengager des immeubles de bureaux ; d'autre part, à partir de 1993, les banques ont mis en place des structures de *defeasance*. Celles-ci ont attiré les fonds américains gérés par les structures bancaires, puis les fonds indépendants. Ils ont profité de la baisse du coût de la dette, mais aussi des droits de mutation sur les immeubles professionnels et commerciaux (1999) pour racheter un nombre important d'actifs et soutenir le marché de l'investissement.

#### Ce qu'il faut retenir :

- Le marché immobilier tertiaire s'est structuré à partir des années 70s/80s avec la tertiarisation de l'économie qui a fortement accru la demande de bureaux.
- La croissance du marché a été principalement tirée par le développement de bureaux en 1<sup>ère</sup> couronne en Île-de-France et la constitution de « pôles tertiaires ».
- La Guerre du Golfe (août 1990 - février 1991) a engendré une crise pétrolière qui a servi de déclencheur à une récession économique d'ampleur internationale.
- En pleine émergence, le marché immobilier tertiaire a généré une surproduction de bureaux face à une demande en berne. En 1993, l'offre disponible est 3 fois supérieure à la demande placée en Île-de-France.
- La chute des investissements en immobilier d'entreprise a été drastique et la crise, profonde : il a fallu 9 ans pour retrouver en 1998 le volume d'investissement de 1989.

## II. LA FINANCIARISATION DE L'IMMOBILIER TERTIAIRE ET 2 KRACHS BOURSIERS (LA DÉCENNIE 2000)

### — 2001 - 2002 : ÉCLATEMENT DE LA BULLE INTERNET ET KRACH BOURSIER RAMPANT

En ce début des années 2000, la croissance des nouvelles technologies et d'Internet s'emballent sous l'effet de l'accélération spéculative en bourse et le CAC 40 atteint des niveaux historiques : il montera à près de 6 945 points en septembre 2000. Les difficultés s'enchaînent cependant pour de nombreuses entreprises et c'est une véritable bulle qui va éclater, avec une succession de faillites d'opérateurs télécom, mais aussi d'entreprises telles qu'Enron ou Arthur Andersen. En mars 2003, le CAC 40 atteint un point bas à 2 401 points.

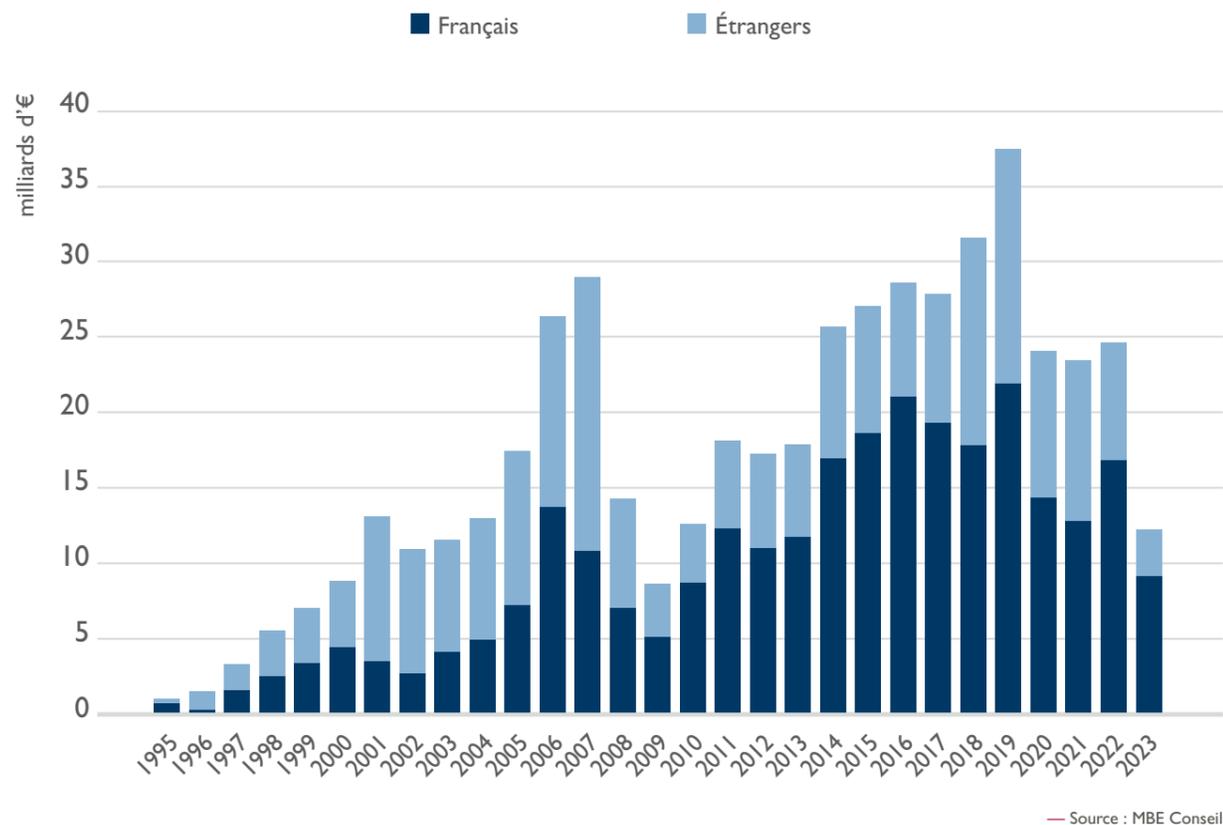
La croissance s'essouffle en France, passant de +2% en 2001, à +1,1% en 2002 et +0,8% en 2003. L'emploi salarié décline également : +1,1% en 2001, -0,2% en 2002 et -0,9% en 2003. **L'économie française n'est cependant pas en récession et contrairement à la crise de 1993, la crise de 2002 affecte différemment le marché locatif et celui de l'investissement.**

La demande placée en bureaux baisse de 31% entre 2000 et 2001, puis de 12% en 2002, confortant l'existence d'un lien direct

entre croissance économique, emploi et transactions de bureaux. Dans le même temps, l'offre de bureaux repart à la hausse, mais contrairement à 1993, aucune surproduction ne pèse sur le marché, qui était, au contraire en situation de pénurie majeure (taux de vacance de l'Île-de-France à 2,4% en 2000 - 1,1% à Paris). La baisse des volumes commercialisés (1,5 million de m<sup>2</sup> placés) est par ailleurs moins importante qu'en 1992 (1,1 million de m<sup>2</sup>).

Le marché de l'investissement n'est en revanche pas affecté par la crise : les montants investis atteignent 13 milliards en 2001 et se maintiennent au-dessus de la barre des 10 milliards en 2002 et 2003. Les investisseurs étrangers sont largement majoritaires, et notamment les fonds et foncières américains et allemands. Le début des années 2000 est marqué par la signature de très grands portefeuilles en Sale & Lease back, à l'image du portefeuille de 40% des actifs de France Télécom, acquis en 2001 par Goldman Sachs et GE Capital pour près de 3 milliards. Dans un contexte de forte pénurie de bureaux, l'investissement en blanc croît également, atteignant plus de 3,6 milliards cumulés investis en France en 2001 et 2002.

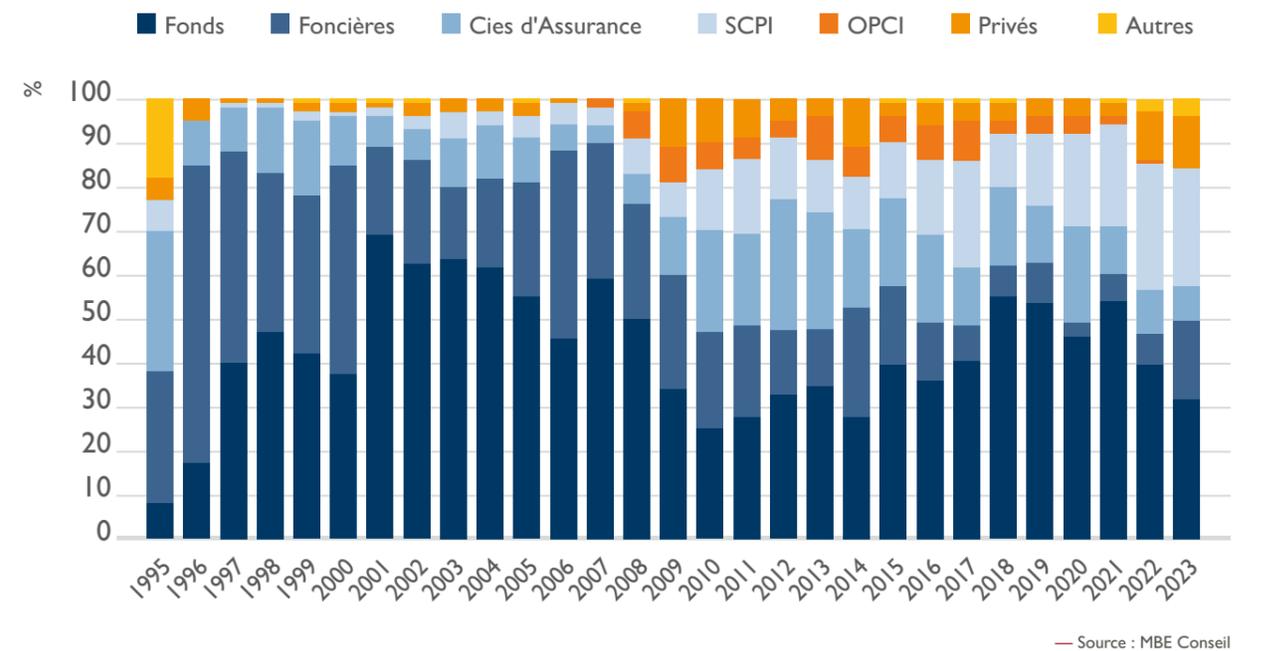
### Montants investis en immobilier non résidentiel - Répartition Français vs. Étrangers



La reprise économique qui a suivi l'éclatement de la bulle Internet est modérée, mais la demande placée en bureaux franciliens a repris sa hausse rapidement et seules quatre années se sont écoulées entre le bas de cycle de 2002 et le haut du cycle suivant en 2006. À cette date, les volumes commercialisés atteignent un pic historique à 2,8 millions de m<sup>2</sup> commercialisés, niveau maintenu en 2007 (2,7 millions de m<sup>2</sup>). La reprise de l'investissement en blanc et le développement de grands immeubles de bureaux en périphérie parisienne soutiennent largement la demande, permettant aux entreprises de rationaliser les surfaces et les coûts immobiliers, face à une croissance importante des loyers faciaux dans les secteurs centraux. En 2006, la demande placée de grande taille représente 73% des volumes commercialisés, soit près de 1,2 million de m<sup>2</sup>.

Sur cette même période, entre 2003 et 2007, le marché de l'investissement change de taille : la financiarisation se poursuit, dans un contexte de taux d'intérêt faibles et d'accroissement des capitaux disponibles pour l'immobilier. La croissance s'accélère avec la mise en place en 2003 du statut SIIC (société d'investissement immobilier cotée). Le nombre de sociétés passe de 10 en 2003 à 40 en 2006, et les montants cumulés investis par les SIIC sur la période 2003-2007 atteignent 25,1 milliards, et 53,6 milliards par les fonds étrangers. Les volumes annuels investis en immobilier non résidentiel en France croissent fortement et atteignent 28,7 milliards en 2007. À noter cependant que dès 2006, les rendements prime des bureaux indiquent un risque spéculatif : l'écart entre rendement prime parisien et OAT se réduit fortement pour atteindre 27 points de base et les fourchettes de taux se resserrent entre les différentes localisations géographiques.

### Part des montants investis par grands types d'acquéreurs



## — 2007 – 2009 : LA CRISE FINANCIÈRE FRAPPE LES ÉCONOMIES MONDIALES ET ENTRAÎNE UNE CHUTE MAJEURE DU MARCHÉ DE L'IMMOBILIER NON RÉSIDENTIEL FRANÇAIS

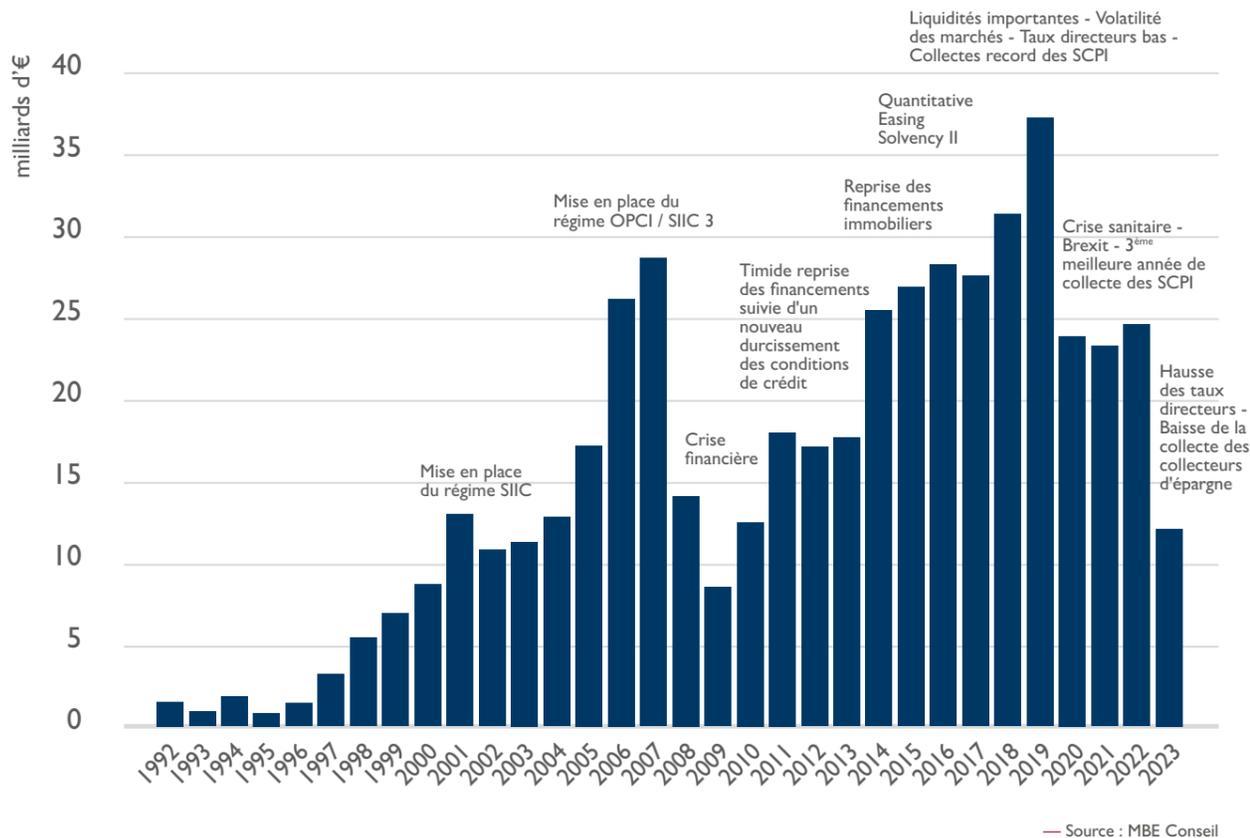
Bien que 2007 marque un pic pour les montants investis en France, la crise américaine des subprimes commence à affecter l'économie mondiale dès cette année. Durant l'été 2007, on assiste à un assèchement majeur des liquidités interbancaires et à une réduction drastique des crédits distribués par les banques à l'économie. La crise intervient cependant dans un contexte d'excellente tenue du marché locatif des bureaux et de hausse des valeurs locatives. Ainsi, les investisseurs, disposant encore d'un volume de liquidités disponibles pour l'immobilier élevé, ont largement privilégié ce secteur par rapport aux marchés financiers déjà impactés par la crise.

La prise de conscience de la gravité et de la profondeur de la crise est en fait arrivée assez tardivement, avec la faillite symbolique de la banque Lehman Brothers en septembre 2008. La récession a par ailleurs frappé les pays européens avec un effet de décalage par rapport aux états-Unis, n'atteignant la France que fin 2008.

L'emploi salarié baisse de -0,6% entre 2007 et 2008, puis de -0,9% en 2009, quand la croissance décroche de -2,9% en 2009 après une année 2008 à +0,3%. La récession frappe naturellement le marché locatif des bureaux francilien, qui accuse une baisse de 15% des volumes commercialisés dès 2008 (2,3 millions de m<sup>2</sup>), qui s'accroît fortement en 2009, où elle n'atteint que 1,9 million de m<sup>2</sup> (-17%). L'offre immédiate de bureaux augmente en 2009 et le taux de vacance francilien atteint 6,9% (5,7% à Paris et 7,4% en banlieue).



### Évolution des montants investis en immobilier non résidentiel

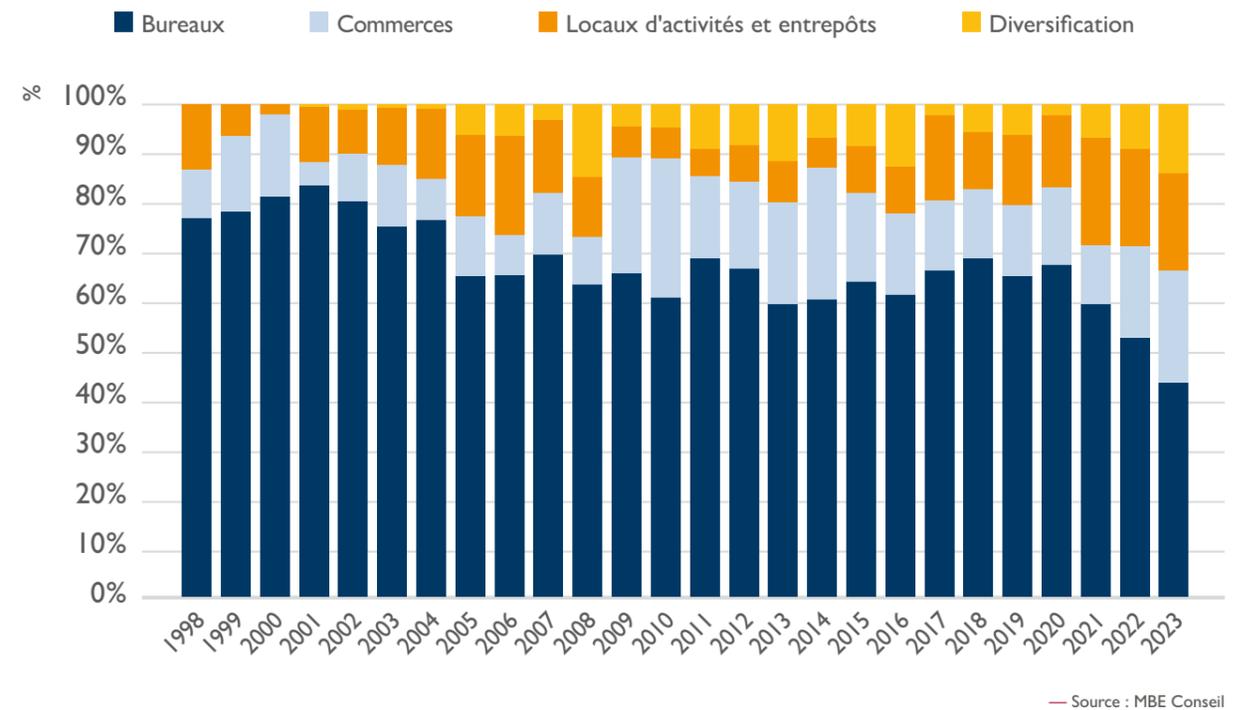


L'impact de la crise financière est bien plus fort sur le marché de l'investissement, qui décroche violemment en 2008, où seuls 14,1 milliards ont été investis (-51%). La chute de la liquidité interbancaire et des possibilités de refinancement des banques, ainsi que le resserrement des conditions de crédit entraînent une forte baisse du ratio d'endettement : en moyenne 80% en 2007 – 50% en 2008. L'impact sur les fonds opportunistes est majeur et touche aussi les foncières, souffrant également des difficultés boursières. Le nombre d'opérations de grande taille, plus difficile à financer, s'effondre.

De même que pour le marché locatif, c'est cependant en 2009 que les volumes investis s'effondrent le plus fortement. Ils atteignent à peine 8,5 milliards d'euros, soutenus par l'investissement en

commerce qui représente 28% des volumes, soit plus de 2 milliards d'euros. L'investissement en bureaux reste majoritaire, mais passe de 20 milliards en 2007 à 5,5 milliards en 2009. Les investisseurs étrangers avaient investi 18,1 milliards en 2007, dont 6,6 milliards pour les Américains, 3,2 milliards pour les Anglais et 3,1 milliards pour les Allemands. En 2009, les montants investis par les étrangers n'atteignent plus que 3,5 milliards, dont 1,7 milliard pour les Allemands. L'investissement des Français est divisé par deux entre 2007 et 2009, où il atteint 5 milliards, dont 1,7 milliard pour les foncières, essentiellement cotées. Pénalisées par le resserrement du crédit, les transactions de plus de 100 millions sont en forte baisse : en 2009, on recense 14 opérations pour 2,7 milliards vs 73 transactions pour 17 milliards en 2007.

### Part des différents produits dans les montants investis



#### Ce qu'il faut retenir :

- La financiarisation progressive de l'immobilier tertiaire s'est traduite par des évolutions réglementaires (régime SIIC en 2002, OPC I et SIIC 3 en 2007) et par la montée en puissance des investisseurs étrangers.
- L'immobilier devient une classe d'actif à part entière. L'immobilier commercial se développe fortement : volumes moyens investis sur la période 2000 – 2010 cinq fois supérieurs à la décennie précédente.
- L'immobilier d'entreprise bénéficie d'un contexte favorable : baisse des coûts de financement, externalisation des fonctions immobilières, évolution des usages (rationalisation de l'occupation des bureaux) et une production maîtrisée de l'offre.
- Les deux « crises » de la période ont un déclencheur financier exogène. Les répercussions de la crise des subprimes sont supérieures à celles de la crise des « .com » car l'immobilier est davantage financiarisé et les leviers d'endettement sur les acquisitions parfois élevés.
- Les montants investis et la demande placée sont impactés mais le point bas de ces cycles est atteint rapidement (2 ans), et le rebond rapide (2 ans).
- Face aux tribulations boursières, l'immobilier tertiaire apparaît comme un actif de diversification résilient.

### III. UNE VALEUR REFUGE AUX PERFORMANCES DOPÉES PAR LES TAUX BAS (LA DÉCENNIE 2010)

#### — 2010 – 2013 : UN RALENTISSEMENT ÉCONOMIQUE DANS UN CONTEXTE DE CRISE DES DETTES SOUVERAINES EN EUROPE : LE MARCHÉ LOCATIF IMPACTÉ, L'INVESTISSEMENT STIMULÉ

Les effets de la crise financière de 2008-2009 se télescopent avec la crise des dettes souveraines en Europe, touchant notamment la Grèce et l'Irlande, et aboutit à une crise boursière en 2011. Des politiques de rigueur sont mises en place dans tous les pays de l'Union Européenne, grevant les perspectives de croissance. En France, la croissance du PIB passe de +2,2% en 2011 à +0,3% en 2012 et +0,6% en 2013. L'emploi souffre également : il stagne en 2012 et croît d'un demi-point en 2013.



Les effets sur le marché locatif des bureaux sont cependant sans commune mesure avec la crise de 1993 et dès 2010, la demande placée retrouve une tendance haussière, avant de dépasser 2 millions de m<sup>2</sup> en 2011 et 2012. Ce sont une fois de plus les transactions locatives de grande taille qui soutiennent le marché, en lien avec les stratégies de rationalisation immobilière et de recherche d'économies des grandes entreprises. Grâce à cette résilience du marché locatif, mais aussi à la faiblesse des mises en chantier au moment de la crise, la hausse des taux de vacance a été contenue.

En 2013, cependant, le marché locatif connaît une forte baisse de la demande (-25%), liée à la contraction des grandes transactions. La vacance remonte dans certains secteurs, mais l'offre future reste maîtrisée.

Sur le marché de l'investissement, l'impact de la crise des dettes souveraines est inverse. Dès 2010, on assiste à une reprise de l'investissement (12,5 milliards) qui s'intensifie en 2011 (18 milliards) et va se maintenir entre 17 et 18 milliards d'euros en 2012 et 2013. Les conditions de financement restent restrictives jusqu'en 2012, mais la faiblesse des rendements des obligations et l'instabilité des marchés financiers redonnent à l'immobilier

un statut de valeur refuge. Par ailleurs, l'offre de qualité s'est renouvelée sur le marché de l'investissement, en raison de la disparition en 2012 de la taxe sur les plus-values et des mises en vente par les fonds allemands d'une partie des actifs détenus en Île-de-France pour rembourser les actionnaires sortants. En conséquence, si la part des fonds dans l'investissement est en baisse, on assiste au retour des compagnies d'assurance, des SCPI et des foncières.

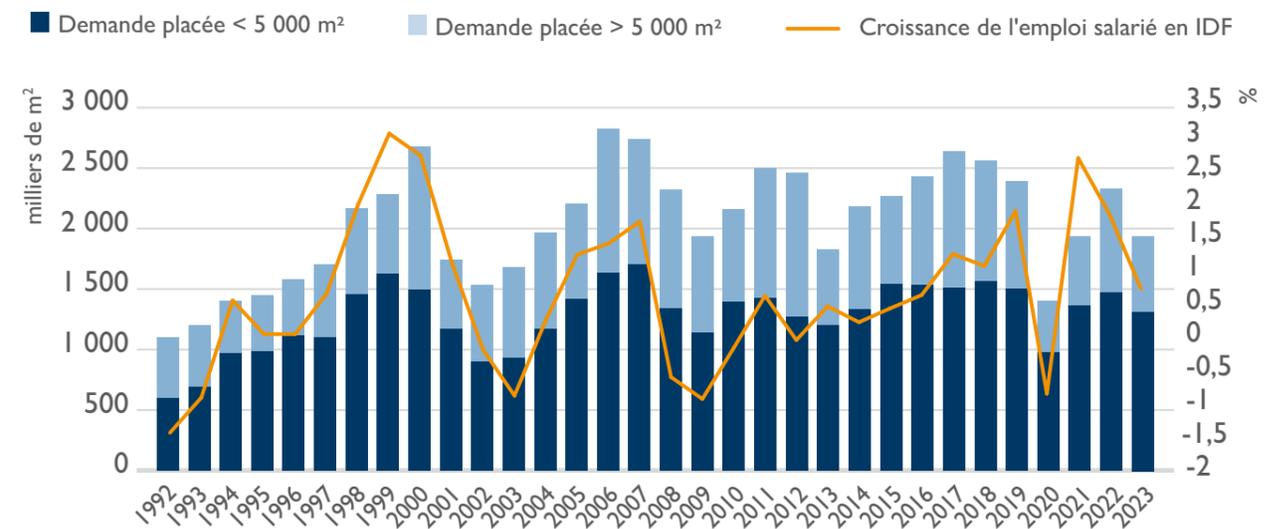
En 2013, alors que la demande placée est en forte baisse, le marché de l'investissement reste dynamique, stimulé par les liquidités toujours importantes pour l'immobilier et un assouplissement des conditions de crédit.

#### — 2014 – 2018 : REPRISE IMMOBILIÈRE ET CROISSANCE MARQUÉE DU MARCHÉ DE L'INVESTISSEMENT

Les années 2014 – 2018 sont des années de reprise, tant sur le marché locatif que sur celui de l'investissement. La croissance de l'emploi salarié est d'abord timide, puis plus franche en 2017 et 2018, de même que la croissance du PIB (entre +1 et +1,1% entre 2014 et 2016, puis +2,3% en 2017 et +1,9% en 2018). Toujours très liée à l'économie réelle, la demande placée n'a donc atteint un pic qu'en 2017 et 2018. Le bon niveau de l'absorption de l'offre a par ailleurs permis une réduction continue de l'offre de bureaux : en 2018, 2,9 millions de m<sup>2</sup> étaient disponibles immédiatement, soit une baisse de l'offre de 32% par rapport à

2014, avec un taux de vacance qui n'atteint plus que 5,2% en 2018 pour l'Île-de-France et 2,2% pour Paris. Rappelons cependant que l'offre disponible au moment du creux de 2000 dépassait à peine 1 million de m<sup>2</sup> et que le marché locatif francilien a largement changé de taille sur les deux dernières décennies, avec un parc qui, en 2018, représentait 53,5 millions de m<sup>2</sup>, contre 40,6 millions en 2000.

#### 🏠 | Demande placée et croissance de l'emploi salarié en Île-de-France

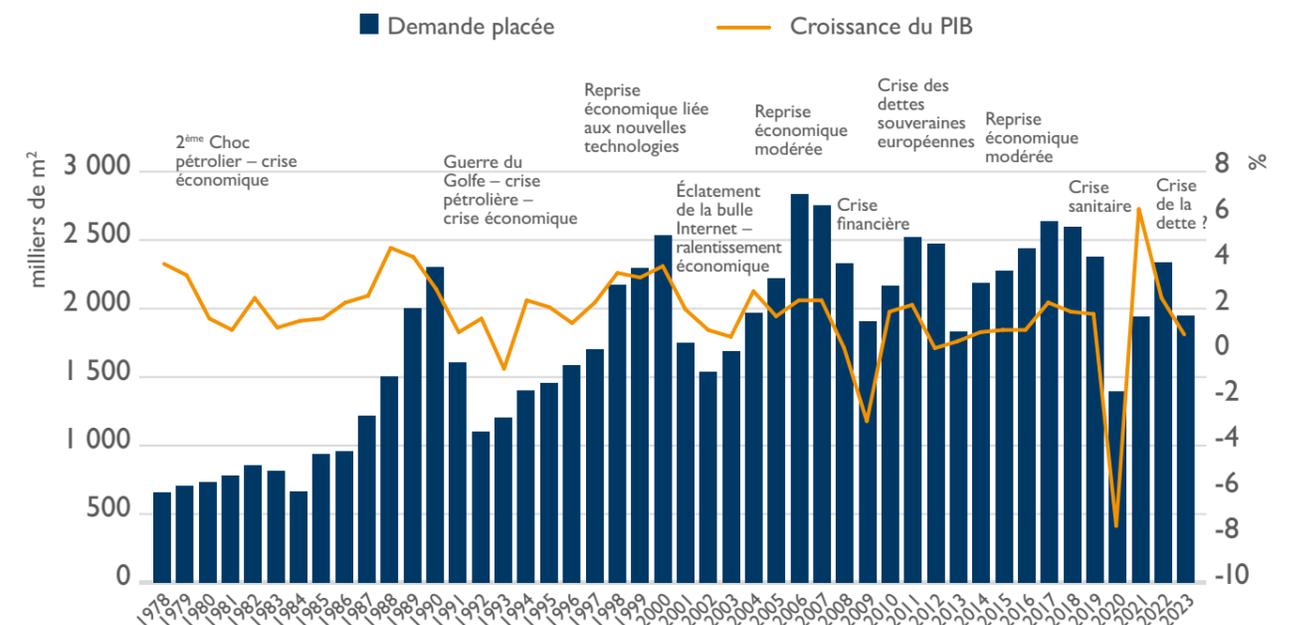


— Source : MBE Conseil, d'après Immostat et l'INSEE

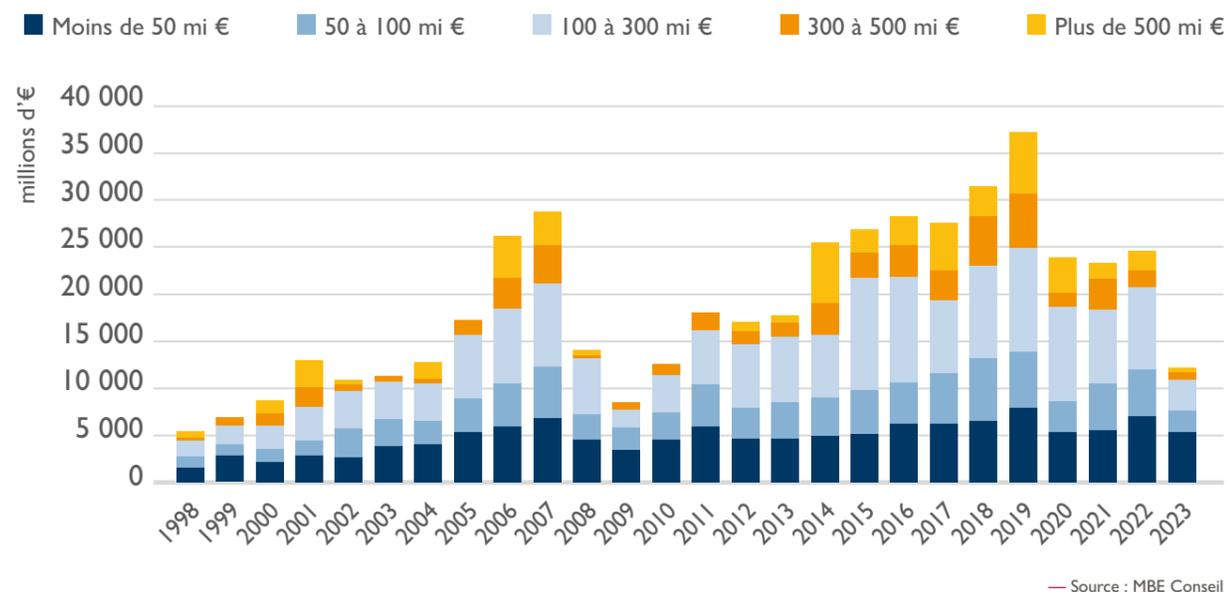
La croissance du marché de l'investissement est déconnectée de celle du marché locatif : si de 2014 à 2016, la hausse de la demande placée est bridée par une croissance économique molle, le marché de l'investissement croît de 44% entre 2013 et 2014 et la progression des volumes sera quasi continue jusqu'à atteindre 31,4 milliards investis en immobilier non résidentiel en 2018. En effet dès 2014, la BCE entame sa politique de *Quantitative Easing* (amenée à se poursuivre jusqu'à une croissance de l'inflation à 2%) entraînant une forte baisse des rendements des obligations d'État. Dans le même temps, on assiste à un retour des banques sur

le marché des financements immobiliers et, dans un contexte de performances boursières médiocres et de faiblesse des rendements obligataires et du Livret A, la collecte des foncières, mais aussi des SCPI et des OPCI a crû fortement. La hausse des liquidités pour les fonds d'investissement et les collecteurs d'épargne va se poursuivre dans les années suivantes, ce qui va largement contribuer à la croissance de l'investissement, dopé par ailleurs par la vitalité du marché locatif en 2017 et 2018. C'est une des raisons qui expliquent la croissance de l'investissement en blanc, essentiellement en bureaux, qui a culminé en 2017.

#### 🏠 | Évolution de la demande placée en Île-de-France et de la croissance du PIB



— Source : MBE Conseil, d'après Immostat et l'INSEE



### UNE FIN DE CYCLE ANTICIPÉE DÈS 2017 PAR LA PLUPART DES OBSERVATEURS MAIS UNE ANNÉE 2019 RECORD POUR L'INVESTISSEMENT

Le paradoxe de ces dernières années est que l'euphorie des marchés locatif et de l'investissement en 2018 ne va pas sans anticipation de retournement et ce, dès 2017. C'est à cette période que les analystes commencent à craindre le déclenchement d'une nouvelle crise financière issue d'une surchauffe liée à l'abondance de liquidités. Fin 2017, la Fed avait décidé de sortir progressivement de la politique de *Quantitative Easing* et avait remonté ses taux directeurs d'un quart de point, face à une hausse plus importante que prévue de l'inflation américaine.

En 2018, à ces préoccupations se sont ajoutées des craintes sur la situation géopolitique mondiale : antagonisme entre les États-Unis et la Chine, ralentissement de l'économie chinoise, Brexit et montée des populismes.

Dans ce contexte, l'année 2019 a fait figure de répit, avec une croissance de l'économie française à +1,2% et des indicateurs économiques relativement positifs, notamment sur l'emploi. En conséquence, la demande placée n'a baissé que de 10%, à près de 2,4 millions de m<sup>2</sup>. Les taux de vacance ont poursuivi leur baisse, la pénurie s'aggravant dans Paris.

Le marché de l'investissement s'est en revanche de nouveau démarqué du marché locatif, avec une hausse des volumes pour la 10<sup>ème</sup> année consécutive et une année record à 37,3 milliards. Recours systématique au crédit grâce aux taux d'intérêt toujours bas, collectes exceptionnelles des collecteurs d'épargne, levées de fonds en hausse pour les fonds d'investissement privés... cet afflux de liquidités a également été accompagné par l'arrivée sur le marché français d'investisseurs étrangers, notamment asiatiques, détournés du marché britannique en raison du Brexit. Dans ce contexte, on assiste également à une année record pour les opérations supérieures à 500 millions : 7 milliards investis, dont 2 transactions de plus d'un milliard.

En dépit de cette excellente performance, les inquiétudes évoquées depuis 2017 sur un retournement de cycle potentiel persistent, après, rappelons-le, un cycle haussier de 4 ans pour le marché locatif, mais de 10 ans sur le marché de l'investissement. Les analystes s'accordaient fin 2019 sur la possibilité d'un événement perturbateur qui pourrait mettre fin à ce cycle et cet événement perturbateur a pris la forme inattendue d'une crise sanitaire mondiale.

## IV. UNE CRISE MULTI-FACTEURS (DEPUIS 2020)

### 2020 – 2024 : LA GRANDE INCERTITUDE



La crise sanitaire a naturellement entraîné une forte baisse de la demande placée et une réduction des montants investis, mais elle peut également avoir oblitéré les contraintes et les risques pesant sur le marché de l'immobilier non résidentiel déjà présents avant le choc de 2020 et qui ont pu s'accroître depuis.

Les variations de la demande placée sont erratiques depuis la fin de la crise sanitaire : reprise faible en 2021, encore partiellement marquée par les confinements, puis plus franche en 2022, où les volumes placés repassent la barre des 2 millions de m<sup>2</sup>, avant un nouveau recul en 2023 (1,9 million de m<sup>2</sup>). La profonde modification des habitudes de travail est souvent avancée pour expliquer la contraction de la demande, liée au moindre besoin de surfaces en raison de la pérennisation du télétravail. Cependant il est peut-être un peu tôt pour véritablement apprécier l'ampleur de son impact. En revanche, la corrélation entre croissance du PIB et croissance de l'emploi salarié continue à se vérifier, avec une croissance qui a atteint +6,4% en 2021 (effet rattrapage sur une année partiellement encore touchée par les confinements et couvre-feux), +2,5% en 2022 (en phase avec la hausse de la demande placée) et seulement +0,9% en 2023. L'emploi a suivi une évolution similaire : +2,7% en 2021, +1,9% en 2022 et +0,8% en 2023...

Plus qu'une crise de la demande placée, qui pourrait rebondir si la croissance économique et les créations d'emplois reprennent, on assiste actuellement à une nouvelle crise de l'offre : dans un marché des bureaux francilien dont le parc a cru de 94% entre 1987 et 2023, la moyenne long terme de la demande placée est de 2,2 millions de m<sup>2</sup> et la moyenne décennale de 2 millions de m<sup>2</sup>. En conséquence, dans un marché où l'investissement en blanc avait largement augmenté et où les pôles tertiaires se sont multipliés, l'offre neuve est venue peser sur l'offre immédiate et se cumuler aux libérations, entraînant une très forte croissance des m<sup>2</sup> disponibles : près de 5 millions de m<sup>2</sup> au T2 2024. L'analyse rétrospective des crises majeures de l'immobilier a montré qu'en dehors de l'année 2000, où l'offre immédiate est descendue à seulement 1 million de m<sup>2</sup>, le niveau d'absorption net après les crises suivantes a été bien moindre à l'échelle de l'Île-de-France :

l'offre immédiate est descendue, au mieux, à 2,7 millions de m<sup>2</sup> en 2019. Marché mature par excellence, le Quartier Central des Affaires parisiennes n'a jamais présenté de suroffre et a toujours exercé une attractivité majeure sur les entreprises. On détecte cependant un changement par rapport aux crises précédentes : c'est dans le QCA que les valeurs locatives s'ajustaient habituellement pour que le secteur retrouve son attractivité sur les entreprises. Or, depuis la reprise des transactions post-Covid, les marchés parisiens et notamment Paris QCA captent une part croissante des transactions en dépit d'une hausse importante des valeurs locatives. Une des explications à ce phénomène réside peut-être dans la hausse importante de l'inflation sur les trois dernières années. Corrigées de l'inflation, les évolutions des valeurs moyennes du neuf restent mesurées dans Paris, y compris dans le QCA. À l'inverse, la baisse relative des valeurs moyennes du neuf (en euros constants) est avérée dans la plupart des marchés tertiaires franciliens.

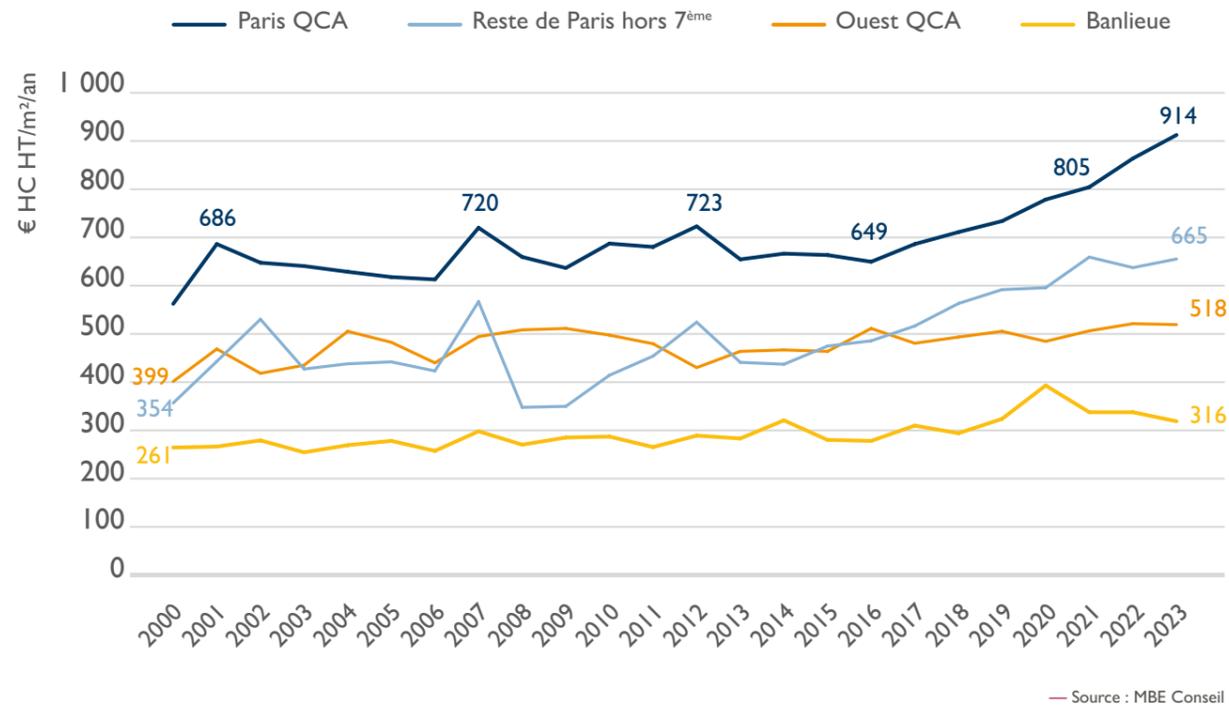
En conséquence, l'évolution de la demande placée dans les mois qui viennent est sans aucun doute conditionnée avant tout par les perspectives de rebond (ou d'essoufflement) de la croissance et de l'emploi. On a vu cependant que d'ordinaire, dans les périodes de crise, la demande placée de grande taille pouvait prendre le relais des transactions de petite et moyenne tailles, en raison de la recherche d'économies et de rationalisation des surfaces. Si c'était le cas, l'impact du télétravail pourrait avoir une incidence sur la taille des transactions en limitant les besoins de surfaces, mais aussi favoriser les mouvements d'entreprises en quête de rationalisation.



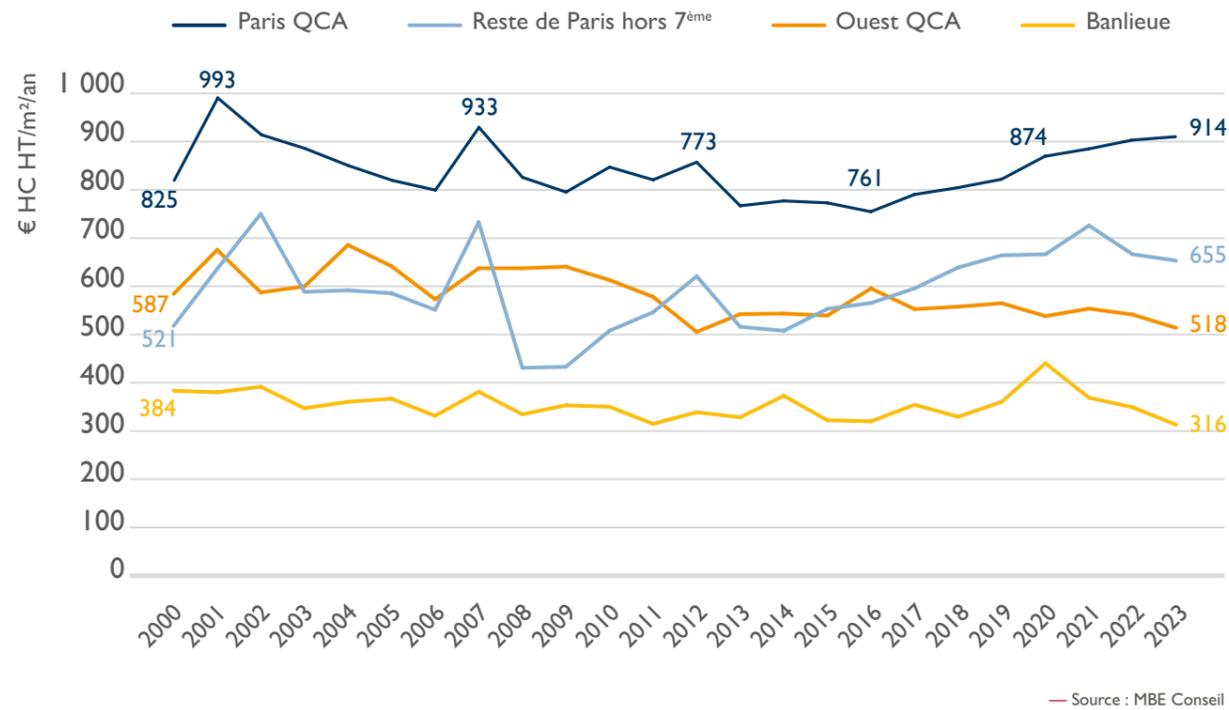
#### Ce qu'il faut retenir :

- L'immobilier commercial bénéficie d'une nouvelle donne macro-économique : la dépréciation des rendements des actifs « sans risque » (bonds du trésor, livrets A, obligations) et de l'effet positif du crédit bon marché.
- La crise des dettes souveraines européennes a pesé sur la croissance, et donc sur l'emploi et la demande de bureaux mais la réponse de la Banque Centrale Européenne (*Quantitative Easing*) a profité à l'immobilier d'entreprise (hausse des volumes investis et de la construction neuve).
- L'immobilier d'entreprise trouve la faveur des épargnants qui y voient un couple rendement / risque attractif : les assureurs et les sociétés de gestion SCPI & OPCI font partie des investisseurs les plus actifs de la période.
- Face à la volatilité des marchés actions, l'immobilier profite de sa notoriété de « valeur refuge » avec des rendements performants.
- Le rendement immobilier sur la période a été dopé par les taux directeurs à des niveaux historiquement bas et des loyers maintenus parfois artificiellement par le jeu des mesures d'accompagnement.

## Évolution des loyers moyens neufs en euros courants



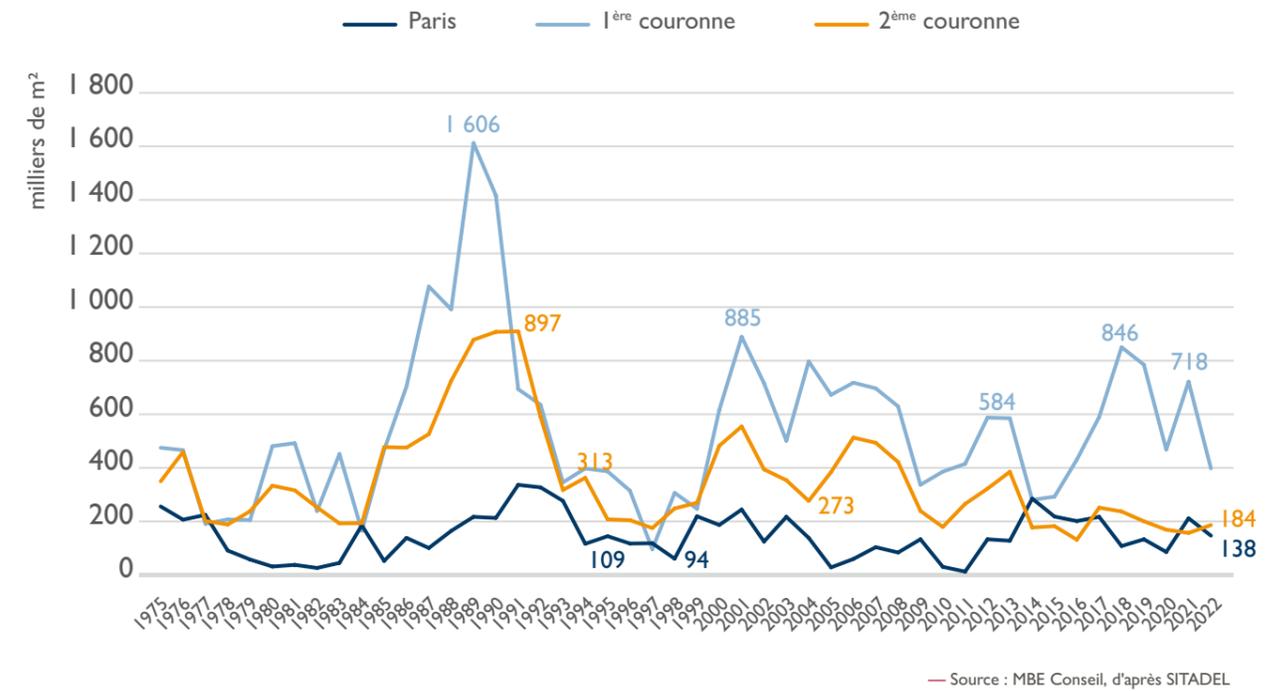
## Évolution des loyers moyens neufs en euros constants



Le marché de l'investissement a changé de taille avec la crise sanitaire, mais contrairement à la demande placée, il n'a pas connu d'effondrement se maintenant au-dessus des 23 milliards sur la période 2020-2022. Paradoxalement, en 2020, l'investissement en blanc a même connu une hausse de 19% et dépassé 3 milliards, en raison de la finalisation

d'opérations qui avaient été initiées pré-Covid. Ces transactions ont contribué au maintien d'un niveau élevé des mises en chantier et à la hausse des livraisons de bureaux neufs qui ont marqué l'offre francilienne sur les trois dernières années.

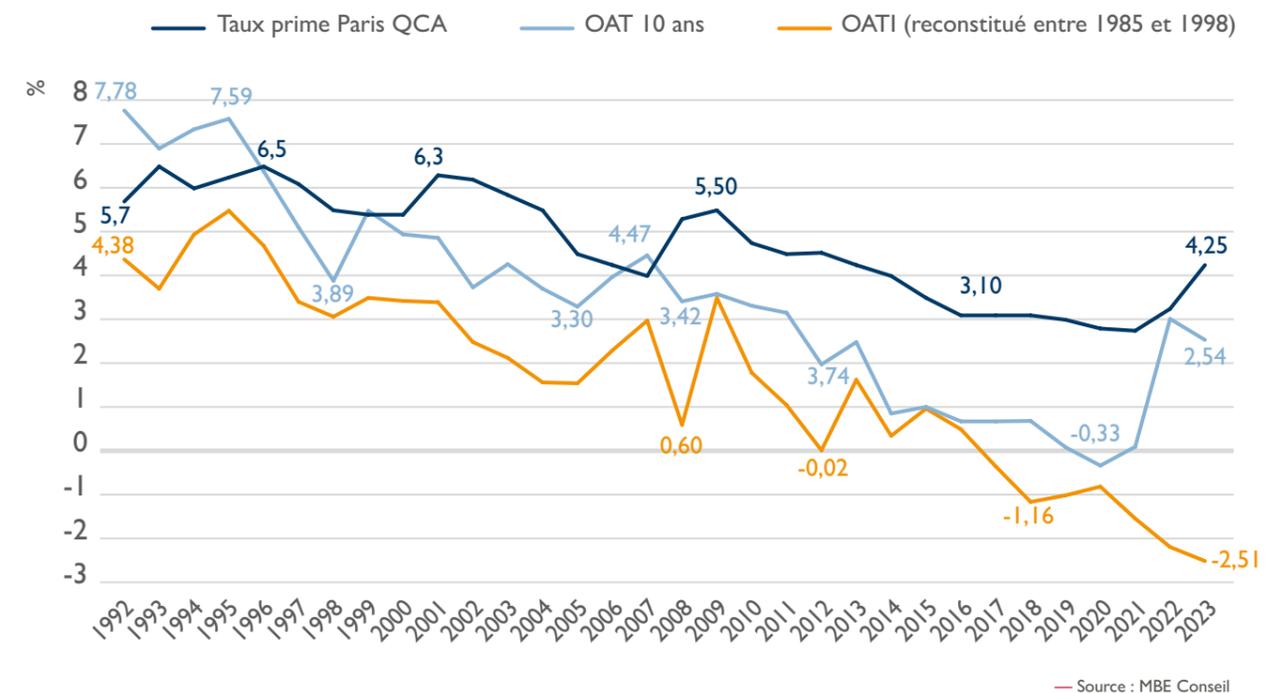
## Mises en chantier de bureaux en Île-de-France



Le véritable retournement de marché sur l'investissement est intervenu mi-2022, quand, face au regain d'inflation, la BCE a pris l'initiative d'un resserrement de la politique monétaire augmentant sur l'année ses taux directeurs de 250 points de base. L'impact sur

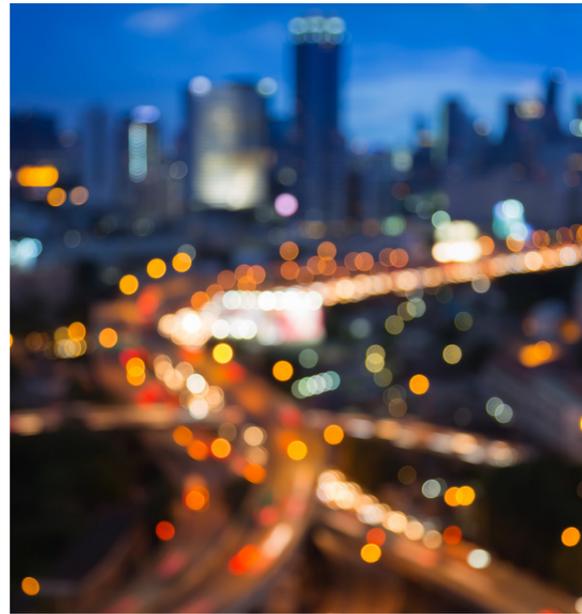
le taux souverain a été brutal : l'OAT 10 ans s'est redressé à 3,0% à la fin du T4 2022 (0,19% fin 2021). Cette politique restrictive s'est poursuivie en 2023 : le taux directeur a atteint 4% et a été maintenu à ce niveau jusqu'en juin 2024.

## Rendements comparés des bureaux prime et des OAT

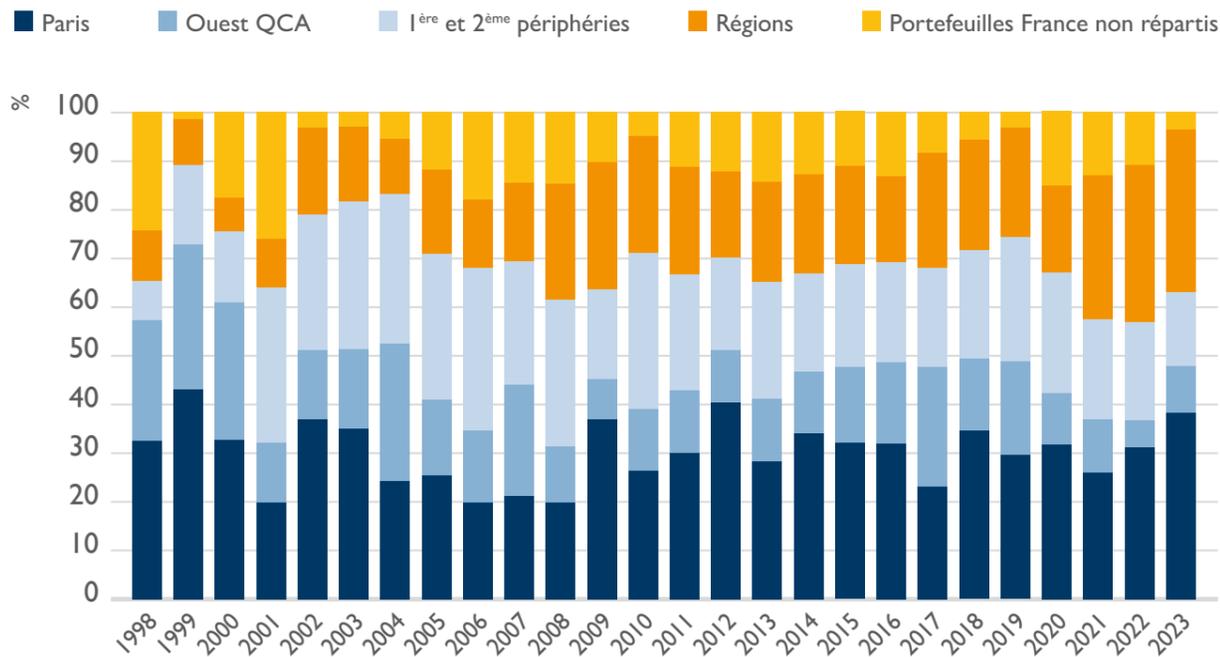


Dans ce contexte, le marché de l'investissement s'est fortement réduit en 2023 avec à peine plus de 12 milliards investis et s'est totalement ankylosé. Outre le coût trop élevé du crédit pénalisant largement les fonds d'investissement, la forte correction des valeurs d'expertise a ébranlé une part importante des collecteurs d'épargne qui ont dû parfois baisser le prix de leurs parts et faire face à des demandes de rachat mais également à une forte baisse de la collecte. Rappelons cependant que dès 2017, les analystes anticipaient le risque d'une surchauffe liée à l'abondance de liquidités.

Comme dans les crises précédentes, outre les capacités financières très limitées des investisseurs, réduisant de fait le nombre de transactions de grande taille, on assiste à un attentisme marqué des propriétaires qui, pour certains, peuvent se permettre de conserver leurs actifs en attendant que les prix retrouvent une tendance haussière. Dans le même temps, dans un contexte de très forte hausse de l'offre de bureaux, les investisseurs développent une aversion au produit, y compris pour une part de l'offre neuve justement développée à la suite du déploiement de l'investissement en blanc dans la période de croissance.



### Investissement par localisation



Source : MBE Conseil

Comme dans chaque crise immobilière, les blocages pourraient peu à peu diminuer et, s'il est probable que les montants investis en 2024 soient très faibles, l'attractivité de certains produits, notamment en logistique, en commerce et sur les bureaux parisiens ou bien localisés en régions, pourrait permettre un redémarrage du marché. Ainsi, on voit par exemple revenir actuellement les investisseurs étrangers et notamment américains sur de gros portefeuilles logistiques ou des actifs hôteliers.

Le coup de frein à l'investissement est aussi la conséquence d'une crise des valorisations immobilières, notamment en bureaux : les attentes des vendeurs restent trop élevées par rapport aux capacités des acquéreurs potentiels sur de nombreux processus de vente. L'immobilier tertiaire souffre par ailleurs d'un manque d'attractivité par rapport aux autres classes d'actifs, actions et obligations notamment.

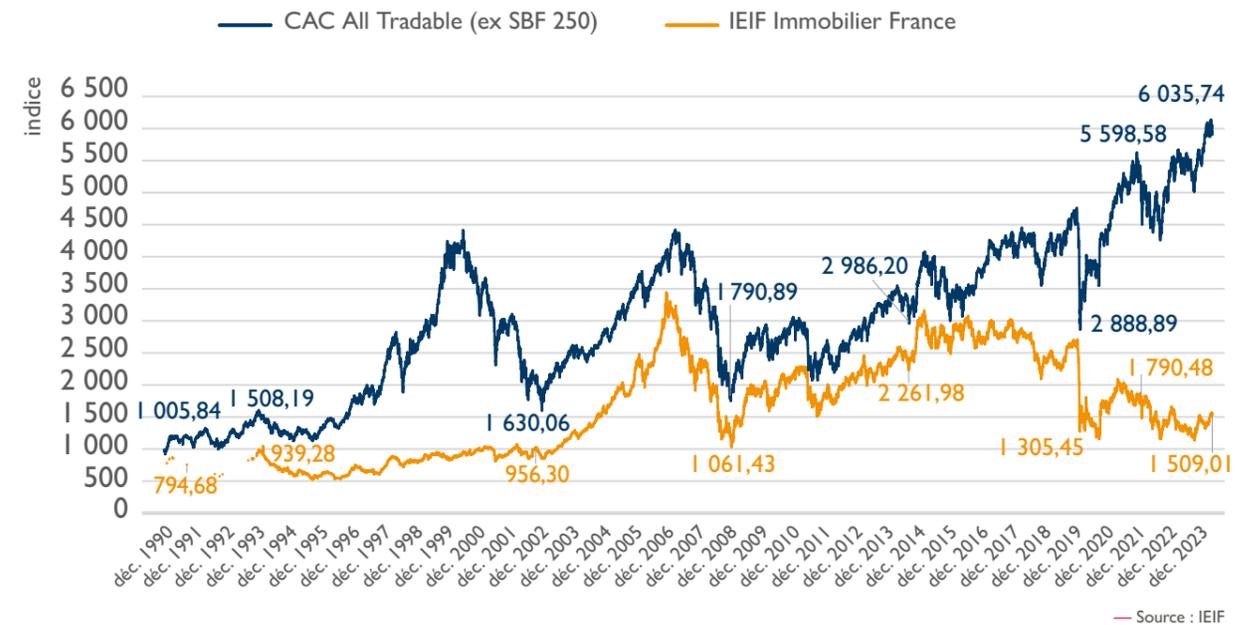
Depuis 2020, les valeurs boursières creusent un écart sans précédent avec les indices de l'immobilier coté. L'indice IEIF Immobilier France, qui retrace l'évolution des Sociétés Immobilières Cotées sur Euronext Paris, témoigne d'un décrochage du secteur immobilier par rapport au reste des marchés actions en France.

Depuis 2002 jusqu'à fin 2016, les performances de l'indice IEIF Immobilier France et de l'indice CAC All Tradable (ex SBF 500) ont suivi une tendance similaire. L'écart moyen entre les deux indices était de 980 points sur la période 2002 - 2016, il est passé à 1 510 points sur la période 2017 - 2019. Il est désormais supérieur à 4 100 points en moyenne sur la période 2023-2024. Ainsi, la sous-performance de l'Immobilier Coté est perceptible dès 2016 et doit être nuancée par le fait qu'entre 2014 et 2020, le marché de l'investissement a principalement été porté par des acteurs de l'immobilier non coté (SCPI et OPCI).

Depuis 2020, la décote observée sur les valeurs des actions immobilières cotées atteint 40% sur l'indice IEIF quand la baisse des valeurs d'expertise observée dans les patrimoines des grands institutionnels est plutôt située entre -5 et -10%.

La volatilité sur les marchés actions est supérieure aux variations sur l'immobilier non coté, néanmoins tout porte à croire que la décote de l'immobilier non coté, à travers la baisse des valeurs d'actifs, va se poursuivre. La baisse des valorisations est encore trop faible pour permettre au secteur immobilier d'entreprise de retrouver de l'attractivité auprès des investisseurs et relancer massivement l'investissement.

### Évolution comparée des indices IEIF et CAC All Tradable (indices hors coupons)



Source : IEIF

#### Ce qu'il faut retenir :

- L'immobilier d'entreprise est aujourd'hui confronté à une crise « multi-facteurs », ayant pour origine :
  - Une crise sanitaire en 2020 qui a porté un coup d'arrêt à la demande et contribué à développer l'attentisme des investisseurs et des utilisateurs, ayant muté en crise économique pour de nombreux secteurs (y compris le secteur technologique qui a été un fort relais de demande).
  - Une crise énergétique et inflationniste, déclenchée par la guerre en Ukraine début 2022, entraînant une tension sur les énergies fossiles qui a renchéri le coût des constructions, des charges d'exploitation et des loyers en place via l'indexation.
  - Une crise monétaire avec la fin du Quantitative Easing des Banques Centrales et la remontée de 400 points de base des taux directeurs.
  - Une crise du bureau avec la hausse du taux de vacance et la livraison d'immeubles neufs non commercialisés, accentuée par les libérations et les réductions de surfaces issues du développement du télétravail.
- Les contraintes réglementaires liées à la transition énergétique (objectif ZAN, PLU bioclimatique, décret tertiaire) accentuent la pression sur les actifs immobiliers.
- L'évolution croisée des indices boursiers Actions et Immobilier Coté traduit une sous-performance de l'immobilier; perceptible dès 2016 et accentuée depuis 2020. La décote du marché boursier pour les sous-jacents immobiliers (-40%) est largement supérieure aux décotes observées sur l'immobilier non coté (-10 à -20%).

## LE REGARD DE L'EXPERT - Catella Valuation

- L'expert immobilier a une mission importante pendant les crises : celle d'ajuster les valorisations et de traduire les impacts des tendances macro-économiques sur la valeur des immeubles.
- Historiquement, en matière d'évaluation immobilière, tous les pays ne réagissaient pas de la même façon : des variations de valeur brutales et importantes au UK par exemple, une inertie plus importante en France.
- La crise actuelle, du fait de la soudaineté et de l'intensité de la hausse des taux d'intérêt, a provoqué un ajustement plus rapide des évaluations de la part des experts immobiliers : un ajustement nécessaire au redémarrage du marché pour que les attentes des vendeurs correspondent aux offres des acquéreurs.

## La vision de Catella

- L'immobilier est par nature un secteur s'inscrivant sur des cycles longs tant ses paramètres sont dépendants des grands équilibres macro-économiques : croissance, démographie, organisation des transports et du territoire, politique monétaire, évolution des usages.
- **L'analyse des cycles longs en immobilier d'entreprise permet de mettre en évidence des corrélations fortes :**
  - 1) Du côté de la demande, la sensibilité de la demande placée à l'évolution de l'emploi salarié ;
  - 2) Du côté de l'offre, la durée d'épuration du stock de 5-7 ans à partir du pic dans les situations de suroffre<sup>(a)</sup> ;
  - 3) En situation d'assèchement de l'offre, le stock d'offre se reconstitue en moins de 2 ans après un choc de demande négatif ;
  - 4) Un véritable échelonnage de la prime de risque est nécessaire pour la fluidité du marché de l'investissement avec un minimum de 150 à 200 bps entre la prime bureau et le taux sans risque<sup>(b)</sup>.
- Les crises immobilières ont toutes des caractéristiques différentes du fait de leur élément déclencheur (crise économique, choc boursier, crise sanitaire) et de l'équilibre offre/demande préexistant.
- **La crise que nous connaissons en immobilier tertiaire aura des répercussions à long terme car elle est tout à la fois :**
  - 1) Une crise du bureau (choc d'offre, demande placée en berne et modification des usages) ;
  - 2) Une crise de la valorisation immobilière (via la remontée des taux) ;
  - 3) Une crise du financement (coût de la dette et allocation de fonds propres à l'immobilier).
- **Un nouveau chemin de croissance passera nécessairement par plusieurs ajustements en fonction de la situation locale / localisation des actifs :**
  - 1) L'ajustement des valeurs locatives : pour rendre compétitifs les immeubles neufs et apurer le stock ;
  - 2) L'ajustement des valeurs d'expertise immobilière : pour retrouver une rentabilité qui rend l'immobilier tertiaire compétitif par rapport aux classes d'actifs plus liquides ;
  - 3) La transformation des actifs tertiaires obsolètes : pour réduire l'offre excédentaire de bureaux non performants ou mal localisés et répondre en partie à la crise du logement, l'autre volet de la crise immobilière actuelle.

(a) Une durée moitié moindre dans les situations d'offre maîtrisée comme après la crise des Subprimes.

(b) Un OAT proche de « 0 » vient perturber l'appréciation de la prime de risque immobilière et contribue à gonfler artificiellement la valeur des patrimoines.

# REMERCIEMENTS



« L'industrie doit continuer à s'améliorer, et notamment sur le plan de l'asset management en replaçant le locataire au centre de l'équation : il doit être considéré comme un client à part entière qui nécessite un réel accompagnement et une anticipation de ses besoins afin d'optimiser son expérience utilisateur. »

**Hubert Joachim**  
Chief Invest Officer - Real Estate – Amundi  
Real Estate



« Depuis la crise Covid, nous assistons à une polarisation du marché immobilier tertiaire : de très bonnes performances locatives dans Paris Intra-muros et un doute sur l'avenir du bureau dans certains pôles tertiaires. »

**Emmanuel Chabas**  
Responsable des Investissements immobiliers  
– Crédit Agricole Assurances



« Nous adaptons notre stratégie en fonction du marché pour offrir le meilleur rendement à nos mandants. Notre avantage : servir du rendement in fine nous permet d'attendre, compte tenu de la taille de notre portefeuille, et donc d'être moins sensibles aux TRI que d'autres investisseurs. »

**Charlotte Lacoste**  
Directrice Placement – Covéa Immobilier



« C'est en période de crise qu'on apprend le plus. La crise actuelle nous conduit à davantage de sélectivité et d'agilité. »

**Chiara Randazzo**  
Head of Transactions France & Belgium –  
DWS Group



« Le choc financier avec la remontée brutale des taux a généré à son tour de nouvelles crises : la production, le prix de revient et la solvabilité. L'équation financière devient alors plus compliquée et nous invite à repenser les fondamentaux du modèle. Nos 4 piliers stratégiques : le repositionnement et la diversification de notre patrimoine, la construction de la ville de demain, mixte et durable, et une politique financière rigoureuse. En parallèle, une véritable évolution des compétences de nos collaborateurs est à l'œuvre pour s'adapter au nouvel environnement de marché. »

**Nicolas Joly**  
Directeur Général – Icade



« Le recentrage sur les immeubles « core » en période de crise permet de mettre la main dans de bonnes conditions sur des actifs plus difficiles à capter lorsque les liquidités sont abondantes sur le marché. »

**Diego Roux**  
Head of Transactions France –  
Union Investment Real Estate

# CONTACTS



**Isabelle Ramond**  
Directeur adjoint  
MBE Conseil  
isabelle.ramond@mbeconseil.com  
+33 (0)1 45 02 00 51



**Raphaël Amouretti**  
CEO & Head of Capital Markets  
Île-de-France  
Catella Property  
raphael.amouretti@catella.fr  
+33(0)6 74 74 56 23



**Martin Monnet**  
Managing Director & Head  
of Capital Markets Regions  
Catella Property  
martin.monnet@catella.fr  
+33(0)6 48 43 21 72



**Grégoire Onillon**  
Managing Director & Head  
of Capital Markets Regions  
Catella Property  
gregoire.onillon@catella.fr  
+33(0)6 33 47 95 74



**Henri Guillaume**  
Deal leader Capital Markets  
Île-de-France  
Catella Property  
henri.guillaume@catella.fr  
+33(0)6 71 95 24 46



**Oceane Vinson**  
Head of Marketing,  
Communications & Strategy  
Catella France  
oceane.vinson@catella.fr  
+33(0)6 31 07 85 39



CATELLA

Catella est un groupe financier européen autonome, spécialisé en conseils financiers, asset management et investissements. Le Groupe emploie environ 500 salariés dans 25 villes et 12 pays dont la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni et l'Espagne.

La clé de la réussite du Groupe réside dans l'approche structurée d'une banque d'affaires, associée à une grande expérience du marché immobilier et à l'évolution constante de ses compétences en matière de transactions.

---

Étude réalisée par MBE Conseil pour Catella Property

Catella Property  
4 rue de Lasteyrie  
75116 Paris  
France  
Tél. : +33 (0)1 56 79 79 79  
info@catella.fr  
www.catella.fr

Cette étude est disponible en téléchargement sur le site [www.marketsummarybycatella.com](http://www.marketsummarybycatella.com)

Crédits photos : Shutterstock