

Perspectives

N°23/112 – 20 avril 2023

IMMOBILIER NON RÉSIDENTIEL EN FRANCE

À cause de la hausse des taux d'intérêt, les valeurs vénales ont globalement baissé en 2022 et devraient continuer à baisser en 2023

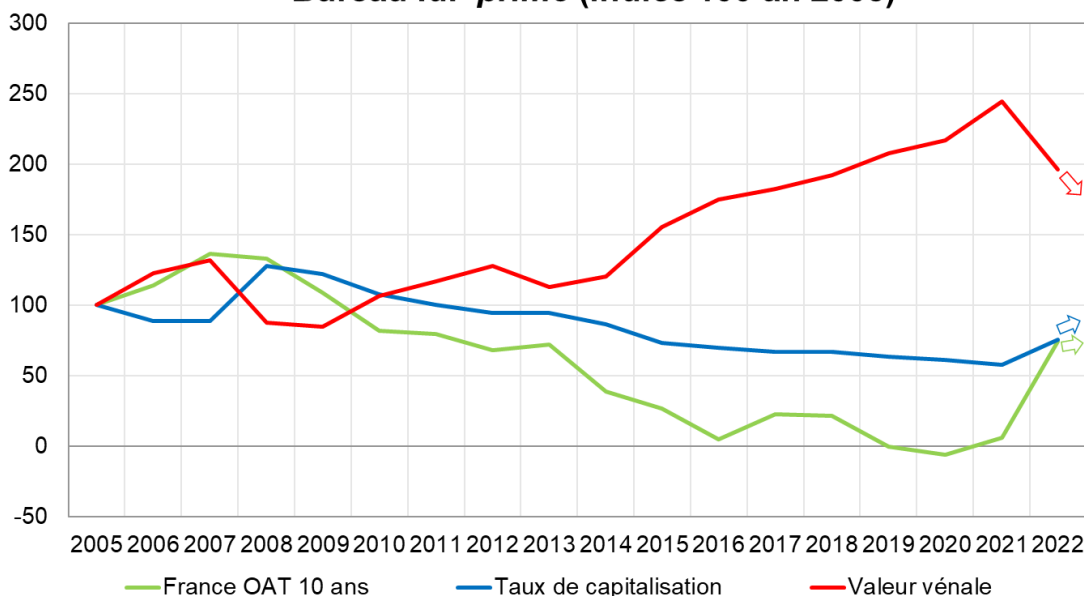
En première évaluation, la valeur vénale d'un actif immobilier non résidentiel est calculée en divisant son loyer annuel par un taux de capitalisation. Ainsi, la valeur vénale évolue à l'inverse du taux de capitalisation pour l'immobilier non résidentiel. Par ailleurs, le taux de capitalisation correspond lui-même à un taux sans risque (l'OAT 10 ans en France) plus une prime de risque immobilier. Ainsi, l'OAT 10 ans passant de 4,40% en 2007 à 0,20% en 2021, la baisse des taux d'intérêt long terme a entraîné une baisse des taux de capitalisation et une hausse des valeurs vénales pendant plus de 10 ans, jusqu'en 2021.

Cependant, cette évolution favorable s'est brutalement inversée en 2022. En effet, en France, l'OAT 10 ans a augmenté de 0,20% fin 2021 à 3,03% fin 2022. Mettant fin à une longue période de taux d'intérêts faibles voire négatifs, cette hausse de 283 points de base de l'OAT 10 ans a entraîné une hausse des taux de capitalisation et une baisse globale des valeurs vénales, avec

toutefois des différences selon les segments de l'immobilier non résidentiel.

Pour les bureaux, les taux de capitalisation sont remontés plus fortement pour les actifs secondaires que pour les actifs de qualité (*prime*). En effet, à Paris notamment, avec le développement du télétravail, la demande privilégie la qualité et se concentre sur le *prime*, au détriment des actifs secondaires. À l'inverse, après avoir baissé davantage à Paris qu'en Province jusqu'en 2021, les taux de capitalisation y sont inversement remontés plus fortement en 2022. Au final, le bureau *prime* à Paris, qui reste la classe d'actif d'immobilier non résidentiel la plus importante en termes de montant d'investissements en France, a vu son taux de capitalisation augmenter de son plus bas de 2,60% à 3,40% fin 2022, soit une hausse de 80 points de base, avec une baisse des valeurs vénales d'environ -15% en 2022.

Bureau IdF *prime* (indice 100 an 2005)



Sources : Crédit Agricole SA / ECO

Pour les commerces, les taux de capitalisation avaient entamé leur remontée, appelée également décompression, dès 2018. En effet, le développement du e-commerce commençait alors à faire souffrir les magasins physiques, qui, devenant plus risqués, ont vu leurs primes de risque augmenter, ce qui a fait monter leurs taux de capitalisation bien avant la hausse de l'OAT en 2022. Pour les centres commerciaux en Ile-de-France, par exemple, les taux de capitalisation sont ainsi passés de 3,25% en 2017 à 4,50% en 2021, et se sont stabilisés à ce niveau élevé en 2022. Par conséquent, les valeurs vénale après avoir fortement baissé entre 2018 et 2021, sont restées stables à leur plus bas historique en 2022.

À l'inverse, les entrepôts ont bénéficié jusqu'en 2021 du développement du e-commerce et de la demande correspondante en logistique, ce qui a fait baisser leur taux de capitalisation de 5,00% en 2017 à 3,25% en 2021, et donc monter fortement leurs valeurs vénale jusqu'en 2021. En revanche, à cause de la hausse de l'OAT en 2022, les taux de capitalisation augmentent ensuite fortement de 100 points de base à 4,25%. La demande locative demeurant néanmoins forte, les loyers sont restés en hausse, ce qui a permis de limiter la baisse des valeurs vénale à environ -8% en 2022.

Dans un premier temps, la hausse des taux d'intérêt a également comprimé la prime de risque immobilier en 2022

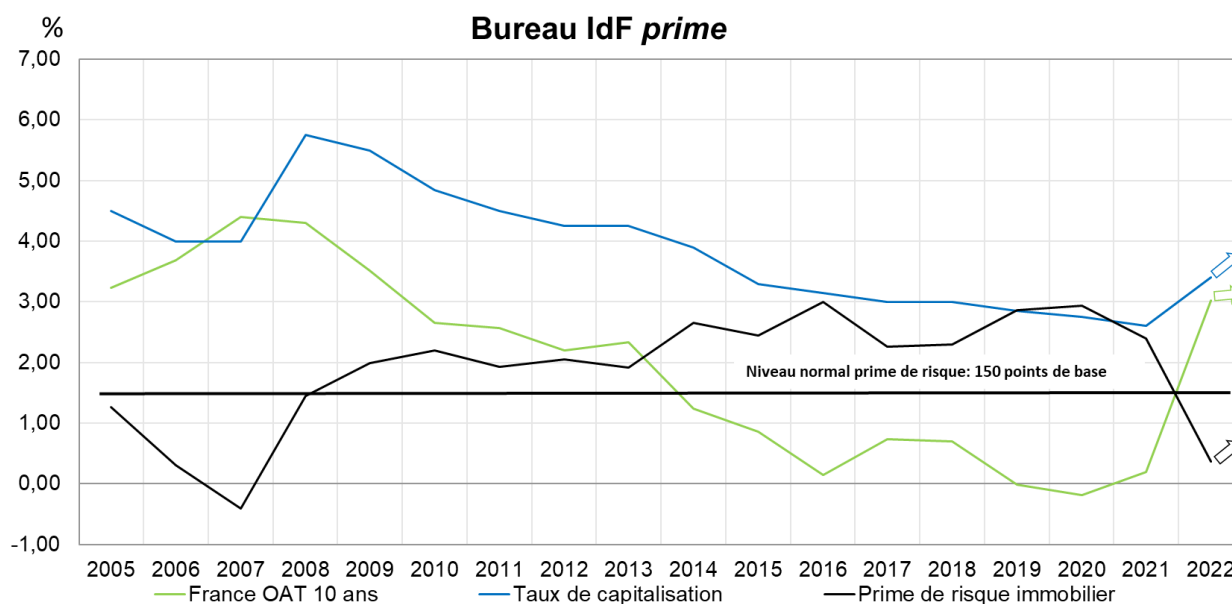
Une analyse plus poussée révèle également que **si les taux de capitalisation ont augmenté, leurs augmentations sont néanmoins restées bien inférieures à celle de l'OAT 10 ans en 2022**. Par conséquent, la différence entre ces deux paramètres s'est réduite et la prime de risque immobilier a été comprimée. Ainsi, pour les bureaux *prime* à Paris, par exemple, le taux de capitalisation a augmenté de seulement 80 points de base pour l'OAT 10 ans, et la prime de risque a diminué de 2,40% fin 2021 à 0,37% fin 2022.

En effet, lorsque les taux d'intérêt remontent, les primes de risque immobilier commencent habituellement d'abord par se comprimer. **Ce phénomène traduit en fait l'inertie des marchés immobiliers à intégrer cette nouvelle conjoncture**. Dans un premier temps, les vendeurs potentiels n'acceptent pas les baisses de valeurs correspondant aux hausses de taux de capitalisation attendues par les acheteurs. Ils préfèrent alors retirer de la vente leurs actifs immobiliers, ce qui soutient les valeurs vénale et limite la hausse des taux de capitalisation, mais fait aussi baisser les volumes d'investissement. C'est exactement ce qui s'est produit au T4 2022 et au T1 2023.

Dans un deuxième temps, un retour vers la normale de la prime de risque immobilier devrait encore faire baisser les valeurs vénales en 2023

Pour les bureaux *prime* à Paris, la prime de risque moyenne sur longue période s'établit à environ 150 points de base, et ce niveau peut être considéré comme normatif. Ainsi, comprimée à 37 points de base, cette prime de risque se trouve à 113 points

de base en dessous de son niveau normal à fin 2022. Par conséquent, à OAT 10 ans stable, la prime de risque devrait augmenter d'environ 113 points de base pour revenir à la normale. Par ailleurs, nos prévisions macroéconomiques tablent sur une légère hausse de l'OAT 10 ans de l'ordre de 20 points de base à fin 2023. Ces deux effets s'ajoutent pour aboutir à un potentiel de hausse cumulée de l'ordre de 130 points de base pour le taux de capitalisation.



Sources : Crédit Agricole SA / ECO

Certes, les faibles taux de vacance et l'inflation devraient continuer à pousser à la hausse les loyers des bureaux *prime* à Paris, ce qui devrait soutenir leurs valeurs vénales. Cependant, cet effet favorable des loyers devrait rester largement secondaire par rapport à l'impact très défavorable d'une poursuite de la hausse des taux de capitalisation.

Au total, le taux de capitalisation des bureaux *prime* à Paris a augmenté de 80 points de base en 2022 et conserve un potentiel de hausse d'environ 130 points de base. Par conséquent, après avoir commencé à baisser en 2022, les valeurs vénales des bureaux *prime* à Paris devraient continuer à baisser en 2023.

Ce raisonnement explicité pour les bureaux *prime* à Paris reste globalement applicable pour les commerces et les entrepôts, mais aussi pour d'autres pays comme l'Italie, l'Espagne, le Royaume-Uni ou les États-Unis. En effet, tous ces marchés connaissent des problématiques d'inflation, de niveau élevé des taux d'intérêt et d'évolution des primes de risque immobilier largement similaires.

En conclusion, avec plus ou moins de force selon les spécificités des différents segments ou localisations, il faut s'attendre à ce que la baisse globale des valeurs vénales de l'immobilier non résidentiel entamée en 2022 se poursuive en 2023, y compris pour les actifs *prime*.

Consultez nos dernières parutions en accès libre sur Internet :

Date	Titre	Thème
17/04/2023	<u>Émirats arabes unis – Un environnement favorable pour engager des réformes structurantes</u>	Émirats arabes unis
14/04/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
13/04/2023	<u>Italie : compte d'agent au T4-2022, la consommation des ménages faiblit et les marges des entreprises se maintiennent</u>	Italie
13/04/2023	<u>Fragmentation du commerce mondial – Tentations et évaluations</u>	Monde
12/04/2023	<u>France – Scénario 2023-2024 : l'activité plie mais ne rompt pas</u>	France
07/04/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
07/04/2023	<u>Monde – Scénario macro-économique 2023-2024 : un ralentissement "baroque"</u>	Monde
06/04/2023	<u>La Chine, un prêteur en dernier ressort sélectif et gourmand</u>	Asie
05/04/2023	<u>Fintech Outlook T1 2023 – Muscler son jeu !</u>	Fintech
04/04/2023	<u>Zone euro – L'inflation sans surprise à la baisse en mars</u>	Zone euro
03/04/2023	<u>France – Recul anticipé de l'inflation en mars</u>	France
31/03/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
30/03/2023	<u>Le spectre de la crise politique plane de nouveau en Thaïlande</u>	Asie
30/03/2023	<u>Afrique du Sud – Une fin d'année peu réjouissante</u>	Afrique du Sud
29/03/2023	<u>Slovénie – Entre résilience et fragilisation</u>	Europe centrale & orientale
28/03/2023	<u>Parole de banques centrales – BOE : la fin du resserrement ?</u>	Royaume-Uni, BOE
28/03/2023	<u>Italie – Lancement du chantier de la réforme fiscale</u>	Italie
24/03/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
23/03/2023	<u>En Afrique de l'Ouest, cacao et déforestation vont de pair</u>	Afrique
23/03/2023	<u>Zone euro – Légère reprise de la production industrielle en janvier</u>	Zone euro
22/03/2023	<u>Chine – S'armer encore de patience</u>	Chine
21/03/2023	<u>Algérie – La bonne conjoncture pétrolière améliore la balance des paiements</u>	Algérie
21/03/2023	<u>Croatie – Une entrée réussie dans la zone euro</u>	Croatie
20/03/2023	<u>BCE : le débat se déplace du taux d'intérêt d'équilibre vers le concept de taux d'intérêt de stabilité financière</u>	Zone euro, BCE
17/03/2023	<u>Monde – L'actualité de la semaine</u>	Monde
16/03/2023	<u>L'industrie de défense face aux nouveaux défis sécuritaires</u>	Sectoriel
16/03/2023	<u>Amérique latine – Relativiser (même un peu) les effets des resserrements monétaires</u>	Amérique latine
14/03/2023	<u>Royaume-Uni – Après les grèves de décembre, léger rebond du PIB en janvier</u>	Royaume-Uni
14/03/2023	<u>UE – Application des règles budgétaires : un exercice d'équilibriste de la Commission avec des conséquences immédiates</u>	Europe
13/03/2023	<u>Italie – 2022 : la croissance résiste</u>	Italie
13/03/2023	<u>Monnaies Numériques de Banque Centrale, une révolution monétaire en marche</u>	Fintech

Crédit Agricole S.A. — Direction des Études Économiques

12 place des États-Unis – 92127 Montrouge Cedex

Directeur de la Publication : Isabelle Job-Bazille

Rédacteurs en chef : Quang Khoi Nguyen

Documentation : Vincent Guéganic – **Statistiques :** Data Lab

Secrétariat de rédaction : Véronique Champion

Contact: publication.eco@credit-agricole-sa.fr

Consultez les Études Économiques et abonnez-vous gratuitement à nos publications sur :

Internet : <https://etudes-economiques.credit-agricole.com/>

iPad : application [Études ECO](#) disponible sur App store

Android : application [Études ECO](#) disponible sur Google Play

Cette publication reflète l'opinion de Crédit Agricole S.A. à la date de sa publication, sauf mention contraire (contributeurs extérieurs). Cette opinion est susceptible d'être modifiée à tout moment sans notification. Elle est réalisée à titre purement informatif. Ni l'information contenue, ni les analyses qui y sont exprimées ne constituent en aucune façon une offre de vente ou une sollicitation commerciale et ne sauraient engager la responsabilité du Crédit Agricole S.A. ou de l'une de ses filiales ou d'une Caisse Régionale. Crédit Agricole S.A. ne garantit ni l'exactitude, ni l'exhaustivité de ces opinions comme des sources d'informations à partir desquelles elles ont été obtenues, bien que ces sources d'informations soient réputées fiables. Ni Crédit Agricole S.A., ni une de ses filiales ou une Caisse Régionale, ne sauraient donc engager sa responsabilité au titre de la divulgation ou de l'utilisation des informations contenues dans cette publication.