

# RÉFLEXIONS

immobilières

La revue de l'IEIF

N° 94 - 1<sup>er</sup> trimestre 2021



Numéro spécial

**Crise sanitaire,  
crise économique :  
quels avenir pour  
l'immobilier ?**



N° 94

1<sup>er</sup> TRIMESTRE 2021

Numéro spécial

# Crise sanitaire, crise économique : quels avenir pour l'immobilier ?

## Édito

**Quand la vie repartira...**

*par Guy Marty*

7

## Introduction

*par Christian de Kerangal*

8

## Préambule

**Une accélération des tendances**

*par Xavier Lépine*

9

**Revoir notre façon de faire de l'immobilier**

*par Alain Taravella*

## PARTIE 1 - COMMENT SE DESSINE LE MONDE « D'APRÈS-CRISE » ?

11

**Une crise sanitaire à l'échelle de la planète**

*par Anne Sénèque*

15

**Une crise économique doublée d'une crise de confiance**

*par Daniel Cohen*

20

**Des transformations sociétales majeures**

*par Jean Viard*

## PARTIE 2 - DEMAIN, QUELLE ALLOCATION STRATÉGIQUE D'ACTIFS ?

25

**Les classes d'actifs cibles des investisseurs institutionnels**

*par Jean-Pierre Grimaud et Pierre Schoeffler*

31

**Immobilier : stratégies d'investissement à court et moyen terme**

*Table ronde avec Méka Brunel, Éric Donnet, Karim Habra et François Trausch  
suivi de 3 questions à Stéphanie Bensimon*

40

**Immobilier digital : mutation accélérée vers de nouveaux usages ?**

*Table ronde avec Christophe Courtin, Lior Derhy, Maximilien Nayaradou et Olivier Sellès*

## **PARTIE 3 - LE CHANGEMENT CLIMATIQUE, GRAND DÉFI DU SIÈCLE**

47 **Décarboner !**  
*par Corinne Le Quéré*

51 **Construire une ville durable et résiliente**  
*Table ronde avec Pierre Ducret, Stephan de Fäy, Matthias Navarro, Jean-Luc Porcedo et Sophie Schmitt*

## **PARTIE 4 - PERSPECTIVES IMMOBILIÈRES**

59 **Non coté : les fonds immobiliers à maturité et ambitieux pour l'avenir**  
*par Jean-Marc Coly*  
*suivi de 3 questions à Marc Bertrand, Laurent Fléchet et Juergen Fenk, et Philippe Depoux*

69 **Pour de nouveaux usages immobiliers : changer la réglementation !**  
*par Maryse Aulagnon et Delphine Charles-Péronne*  
*suivi de 3 questions à Christophe Kullmann et Benoît Faure-Jarrosson*

73 **Quand la distribution bouscule l'immobilier commercial**  
*par Jérôme Le Grelle*  
*suivi du point de vue de Gontran Thüring et de 3 questions à Emmanuel Le Roch*

82 **La liberté du lieu de travail et ses impacts sur l'immobilier tertiaire**  
*par Nathanaël Mathieu et Frantz Gault*  
*suivi de 3 questions à Gilles Allard*

91 **Investir post-Covid : l'approche des rendements ajustés au risque**  
*par Irène Fossé et Hans Vrensen*

95 **LES CAHIERS PALLADIO**  
**La ville de demain au service des savoirs : mise en perspective**  
*par Gilbert Emont*

109 **L'ACTUALITÉ BIBLIOGRAPHIQUE**



## Trois questions à...

### 1. La crise sanitaire et économique que nous traversons a accéléré certaines tendances avec un impact significatif et durable sur l'immobilier. Comment cela se répercute-t-il en termes de stratégie d'investissement ? En termes de création de nouveaux véhicules ? En termes de performance future ?

Comme vous le soulignez, ces crises n'ont pas provoqué de rupture majeure mais ont accéléré des tendances déjà à l'œuvre, que nous avons bien identifiées. Ce qui nous permet de ne pas avoir à opérer de rupture majeure dans notre stratégie d'investissement et d'aborder les conséquences de la crise sanitaire avec un patrimoine bien positionné. Si l'on regarde les impacts macro-économiques de ces crises, et leurs impacts sur l'immobilier, voici les grandes tendances.

- ▶ **Un statut de valeur refuge préservé pour l'immobilier.** Comme l'immobilier continue d'offrir une prime de risque élevée, il devrait en toute logique continuer d'attirer les investisseurs dans un contexte de taux d'intérêt historiquement bas et de liquidités abondantes cherchant à être placées.
- ▶ **Une polarisation des valeurs et une renaissance de la prime de risque.** La recherche de sécurité devrait entraîner un *repricing* différencié selon la qualité intrinsèque des actifs. Ainsi les actifs *core* devraient voir des valeurs bien défendues quand les actifs secondaires connaîtront des ajustements à la baisse. Pour autant, les actifs à vraie création de valeur devraient continuer à attirer les acteurs en fonds propres, avec un *repricing* à la clé.
- ▶ **La rareté, soutenant les valeurs et la résilience des loyers.** Le *fly to quality* se matérialise ici. À La Française, nous privilégions depuis longtemps une approche *core*, tant pour nos produits *retail* qu'institutionnels. Nous croyons et constatons que, quel que soit le cycle immobilier, les éléments de rareté sont des soutiens puissants à la valorisation des actifs. Nous continuerons donc à privilégier les localisations centrales, les cœurs de métropoles, tant en France qu'en Europe. L'équilibre offre/demande commande les évolutions de loyer, là aussi nous sommes convaincus de la résilience des loyers tertiaires dans les secteurs de rareté.
- ▶ **La flexibilité des baux et la rétention des locataires.** Le manque de flexibilité des baux traditionnels pèse sur les utilisateurs en quête d'optimisation des coûts et faisant face à des besoins de trésorerie. Les propriétaires qui sauront proposer des solutions immobilières flexibles devraient tirer leur épingle du jeu. Il faut savoir comprendre les problèmes court terme de nos locataires et les gérer en privilégiant la valorisation long terme des actifs. La crise sanitaire devrait être suivie d'une crise économique qui pourrait induire une fragilité financière chez les utilisateurs des secteurs les plus touchés par la crise sanitaire. La Française porte une attention renforcée au risque



**Philippe Depoux**

Président,  
La Française REM

crédit locataire sur son patrimoine et sur ses acquisitions ; la durée contractuelle du bail ne doit en effet pas nous aveugler sur les potentiels risques de défaillance financière des locataires les plus fragiles.

- ▶ **Modularité et repositionnement des actifs.** Les évolutions des usages imposent de réfléchir en amont à la convertibilité future des actifs. Lors des travaux de restructuration, La Française étudie des scénarios alternatifs de changements d'usage pour les actifs dont l'usage actuel est menacé. Le surcoût lié à ces conversions est largement compensé par la préservation de la valeur de l'actif à long terme.
- ▶ **Digitalisation et collaboration.** Le développement et la pérennisation du télétravail au-delà de la crise sanitaire amènent tous les utilisateurs d'espaces tertiaires à repenser les modes de travail et d'organisation. La question de l'utilisation des locaux est au centre de ces réflexions. Recherche d'économie, d'efficacité, de sens. Le lieu physique est largement concurrencé par la technologie dans sa capacité à nous mettre en relation. La Française a la conviction qu'il continuera à y avoir une demande active pour l'immobilier conçu comme facilitateur de liens, de rencontres, de transmission ou encore de créativité par le collectif.
- ▶ **Services, flexibilité et durabilité.** L'avenir de l'immobilier tertiaire dépendra de la faculté des bailleurs ET des occupants à intégrer dans l'actif une véritable approche de durabilité, de flexibilité d'usage et apport de services.
- ▶ **Proximité et relocalisation.** Les différentes périodes de confinement ont mis en lumière la complexité de chaînes d'approvisionnement à l'échelle mondiale et la forte dépendance à l'Asie pour un certain nombre de produits stratégiques. L'année 2021 devrait être marquée par un recul du phénomène de globalisation avec un probable phénomène de relocalisation des chaînes d'approvisionnement et de certaines industries, avec en conséquence immobilière une probable nouvelle vie d'actifs (stockage, transformation).
- ▶ **Durabilité et performance financière.** Le resserrement des réglementations nationales (AMF) et internationales



## Trois questions à... (suite)

**Philippe Depoux**

Président, La Française REM



(règlement Disclosure, taxonomie\*) devrait venir conforter les exigences de prise en compte des critères ESG pour assurer la valorisation des actifs dans le temps. 2021 devrait être marquée par des exigences accrues en matière de transparence des *process* ESG. Le label ISR constitue à ce stade un repère unique pour les épargnants. La Française s'est déjà engagée à classer l'ensemble de ses fonds selon les classifications définies par l'AMF et le règlement Disclosure afin que ses clients puissent répondre à leurs obligations réglementaires.

- ▶ **Résidentiel et résidentiel géré.** Les segments du résidentiel locatif et du résidentiel géré (RSS, résidences étudiants, *coliving*) s'appuient sur des fondamentaux solides et pérennes, moins exposés aux fluctuations du cycle économique. La Française est déjà fortement engagée sur ces segments et continuera de l'être.
- ▶ **Commerce et proximité.** Approche prudente, sélective et opportuniste, la proximité devrait être un critère de choix, que ce soit *via* la fréquentation de commerces ou le soutien à l'économie locale.
- ▶ **Nouveaux véhicules.** À l'instar du monde des actifs financiers, l'approche par véhicules thématiques fait sens. Les réflexions à La Française s'orientent donc vers de nouveaux véhicules thématiques (ISR, santé, génération, viticole), qui viendront compléter la gamme existante, mais aussi vers une évolution calibrée de nos véhicules existants.
- ▶ **International.** La diversification des risques produits et l'élargissement/approfondissement des marchés prospectés nous font nous tourner naturellement davantage vers les marchés européens dans lesquels nous avons des équipes solidement implantées : Allemagne, Benelux, Royaume-Uni.

En ce qui concerne les performances futures, nous sommes attentifs mais confiants : la plupart de nos véhicules sont bien stabilisés et de large assise, ce qui permet de répartir les risques. Ils rencontrent toujours du succès auprès de nos clients, fidèles, à la recherche de rendements attractifs dans un univers de risque maîtrisé. Notre positionnement *core* permet une approche défensive des valeurs. Un *asset*

et un *property management* professionnels et tournés vers le client locataire sont autant de gages de pérennité patrimoniale. La période actuelle est propice aux remises en question et aux repositionnements de certains de nos actifs, portant la création de valeur de demain. L'appel à un levier financier bien négocié et justement proportionné soutient la performance.

### 2. Allez-vous faire évoluer les modalités de distribution de vos véhicules *retail* ?

S'agissant de la distribution des véhicules immobiliers *retail*, le groupe La Française a opté depuis de nombreuses années pour un modèle omnicanal. La distribution intermédiaire par des réseaux de distribution, bancaires ou non, ou encore par des conseillers de gestion de patrimoine indépendants (CGPI) est tout à fait complémentaire avec les besoins des assureurs, et nos avancées en matière de digitalisation sont régulièrement partagées avec l'ensemble de nos partenaires.

La Française REM est un acteur historique de la création et de la gestion des unités de compte (UC) immobilières. Nous constatons une accélération des besoins et de la collecte en la matière, ces produits immobiliers étant bien adaptés à l'environnement de taux bas. Nos équipes sont actuellement régulièrement sollicitées pour la création et la mise en place de nouvelles UC, qui ont ceci de particulier qu'elles doivent intégrer le sujet immobilier (stratégie d'investissement et de gestion, positionnement sectoriel, prise en compte des critères ESG, couple performance/risque) mais aussi les paramètres de gestion et de liquidité propres aux assureurs.

S'agissant de la digitalisation, je dirais que celle-ci couvre de nombreux sujets. Tout d'abord, elle vise à mettre à disposition en distanciel certains processus de gestion de façon totalement dématérialisée : je pense bien entendu aux souscriptions, aux espaces privés des porteurs de parts SCPI où ceux-ci retrouvent l'ensemble de leurs avoirs, de leurs distributions et leurs éléments fiscaux, ils peuvent ainsi bénéficier d'alertes SMS, etc. Mais la digitalisation, c'est aussi une façon de proposer de nouvelles options et d'innover : La Française lance actuellement un service optionnel *full*

\* Le règlement Disclosure constitue, avec les règlements Taxonomie et Benchmark, la pierre angulaire du plan d'action pour la finance durable de la Commission européenne (source AMF).





*digital* de souscription périodique en montant des parts de SCPI (ce service s'appelle Agilimmo). De plus, nous enrichissons régulièrement notre plateforme de distribution digitale Moniwan avec de nouveaux services – dernièrement la possibilité d'un financement en ligne par exemple dans le cadre des acquisitions de parts de SCPI –, ce qui en fait une initiative passionnante.

**Accessibilité au niveau européen.** Les fonds immobiliers français, tels que les SCPI, investissent, pour partie, en dehors de l'Hexagone, et ce de façon croissante depuis plus de cinq ans. Si les investissements deviennent plus européens, l'accessibilité des véhicules immobiliers grand public au niveau européen est un autre sujet. Les disparités en matière de réseaux de distribution et les habitudes locales des investisseurs en matière d'investissement en immobilier collectif sont des sujets à bien appréhender. Par ailleurs, les accords fiscaux existent entre les États membres, mais ils sont souvent bilatéraux, ce qui rend complexe la mise en place de fonds paneuropéens diversifiés. Mais la volonté des pouvoirs publics et des acteurs est bien réelle, le cadre réglementaire a significativement évolué au cours de ces dernières années et le groupe La Française travaille activement sur ce sujet, avec l'appui de nos équipes localement implantées.

### 3. Quels sont, selon vous, les points de vigilance à intégrer dans ce contexte de transition ?

Toutes les périodes de grande incertitude (et celle-ci est éloquentte !) sont propices à des remises en question, puis à des rebonds salutaires et à la saisie d'opportunités, mais sont également porteuses de risques qu'il faut avoir à l'esprit et adresser par anticipation sous peine de sévères désillusions : par exemple, l'avenir des bureaux à l'aune du développement du télétravail et des mesures pérennes de distanciation sociale. Le « bureau-bashing » fait florès actuellement. Je ne suis pas particulièrement inquiet, mais il convient d'être vigilants et sélectifs sur nos flux (nouveaux investissements), et surtout proactifs sur le stock (patrimoine existant), par un *asset management* actif, le développement d'une offre ser-

vicielle *in situ*, la mise en place d'une flexibilité des usages et une approche ESG assumée des actifs. C'est en réinventant et en réenchantant nos bureaux qu'on y fera revenir et rester nos occupants.

Un autre risque est de ne pas anticiper le virage ESG appliqué à l'immobilier. Les réglementations convergent, se complexifient et se durcissent. Les calendriers rétrécissent. Il faut bien comprendre et interpréter les textes, et surtout comprendre où l'on va. Les sujets liés à la taxation du carbone vont arriver plus vite que certains ne le pensent. Il faut définir les actions à mettre en œuvre aujourd'hui pour des résultats demain. Le coût de l'inaction s'accroît de manière exponentielle. Pour ce faire, il est nécessaire d'embarquer dès aujourd'hui l'ensemble des parties prenantes (collaborateurs, actionnaires, locataires, prestataires), même si le retour sur investissement à court terme peine encore à se matérialiser.

L'abondance de liquidités destinées à l'immobilier entretient une tension à la hausse sur les prix, alors que les loyers ne suivent pas le même rythme. Il en résulte des baisses de rendement, ce qui, sur certains types d'actifs non pérennes, rend le couple rendement/risque déraisonnable. Alors même si la prime de risque immobilière reste sur ses hauts niveaux historiques par rapport au rendement de l'OAT dix ans, il convient d'être prudents et sélectifs sur ses choix d'investissement, en séparant le bon grain de l'ivraie, en distinguant tendances structurelles et effets de mode.

Les profonds et rapides changements que l'on constate, en immobilier comme ailleurs (désintermédiation, nouveaux métiers disruptifs, *Proptech*, etc.), réclament une veille attentive, une approche agile et empirique des sujets. Le *test and learn* est de mise avec son corollaire « droit à l'échec ». Or l'immobilier n'est pas la plus agile des matières... ■

# RÉFLEXIONS

## immobilières

La revue de l'IEIF  
N° 94 - 1<sup>er</sup> trimestre 2021

### À PROPOS DE L'IEIF

---

Créé en 1986, l'IEIF est un centre d'études, de recherche et de prospective indépendant spécialisé en immobilier. Son objectif est de soutenir les acteurs de l'immobilier et de l'investissement dans leur activité et leur réflexion stratégique, en leur proposant des études, notes d'analyses, synthèses et clubs de réflexion.

L'approche de l'IEIF intègre l'immobilier à la fois dans l'économie et dans l'allocation d'actifs. Elle est transversale, l'IEIF suivant à la fois les marchés (immobilier d'entreprise, logement), les fonds immobiliers (cotés : SIIC, REIT ; non cotés : SCPI, OPCI, FIA) et le financement.

L'IEIF compte aujourd'hui plus de 120 sociétés membres. Il s'appuie sur une équipe de 23 personnes, dont 7 chercheurs associés. Il dispose de nombreuses bases de données économiques, financières et immobilières, dont certaines ont plus de 30 ans d'historique.

---

[www.ieif.fr](http://www.ieif.fr)



INSTITUT  
DE L'ÉPARGNE  
IMMOBILIÈRE  
& FONCIÈRE