

# PERSPECTIVES IMMOBILIÈRES

Par Primonial REIM Recherche & Stratégie



**Henry-Aurélien Natter**  
Directeur recherche, MRICS



**Adrien Isidore**  
Economiste statisticien

**En raison de la détérioration des perspectives économiques, sur fond de tensions géopolitiques et d'inflation élevée, l'Europe reste confrontée à un risque grandissant de récession.** La croissance du PIB pour l'ensemble de l'année 2022 en zone euro a été revue à la baisse passant de 4,0% en début d'année à 3,0% en septembre 2022. Confrontée au dilemme entre un risque de forte inflation ou un risque récessif, la BCE a opté pour un resserrement de sa politique monétaire en relevant ses taux directeurs de 75 pb en septembre 2022, un nouveau coup de vise après celui de 50 pb de juillet, pour contrer l'inflation.

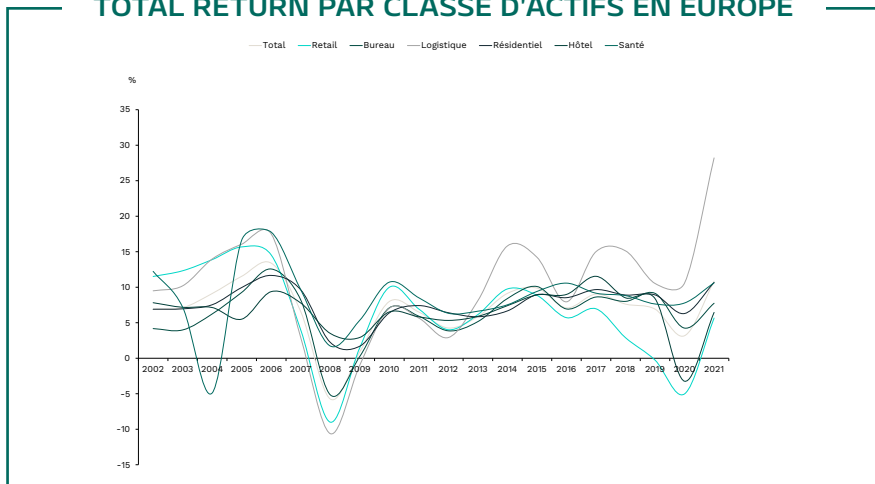
**L'impact de ces éléments pourrait entraîner des conséquences sur la valorisation immobilière.** Nous pensons que le marché devrait rester bien orienté pour 2022 mais 2023 pourrait être une année plus difficile en raison d'une inflation élevée, d'une croissance économique plus faible et des taux obligataires en hausse ce qui pourrait affecter les valeurs immobilières. Nous pensons, par ailleurs,

qu'un ajustement de certains marchés/actifs pourrait être sain et créerait des points d'entrée attractifs. Côté marché locatif, les déséquilibres constatés entre offre et demande dans les quartiers centraux devraient maintenir la croissance des loyers. Toutefois, le risque utilisateur existe avec le renforcement des défauts.

**A l'inverse de la décennie passée portée par la baisse des taux de rendement, certains investisseurs pourraient faire évoluer leur stratégie en privilégiant des stratégies « value added » (i.e. de création de valeur par restructuration des actifs) en l'absence d'une croissance « automatique » du gain en capital par la baisse des taux de capitalisation.**

Avec des perspectives réduites ou incertaines concernant la croissance en capital, c'est la qualité et la capacité à générer de la valeur additionnelle qui peut faire la différence pour aller chercher de la performance, surtout si le marché connaît des corrections dans les prochains mois.

**TOTAL RETURN PAR CLASSE D'ACTIFS EN EUROPE**





## PROJECTIONS 2022-2026

Primonial REIM Recherche & Stratégie utilise des modèles statistiques permettant de retranscrire pour l'ensemble des classes d'actifs immobilières analysées les dernières prévisions macroéconomiques officielles. Bien entendu, elles sont indicatives et ne constituent pas un conseil.

**A court terme nous anticipons que la performance totale du marché sera portée par l'immobilier logistique, résidentiel et de santé, trois classes d'actifs qui étaient considérées auparavant comme de l'immobilier alternatif mais pour lesquelles l'appétit des investisseurs s'est fortement accru ces dernières années.**

Les hôtels devraient également connaître une dynamique positive grâce à la reprise du tourisme de loisir. Les chiffres d'exploitation de la saison estivale sont à cet égard encourageants. Toutefois, le tourisme d'affaires rencontre encore des difficultés et ne devrait pas retrouver son rythme d'avant pandémie rapidement. Nous pouvons donc nous attendre à des performances disparates dans ce secteur.

Après avoir connu de fortes corrections durant la pandémie, nous pensons que 2022 sera l'année

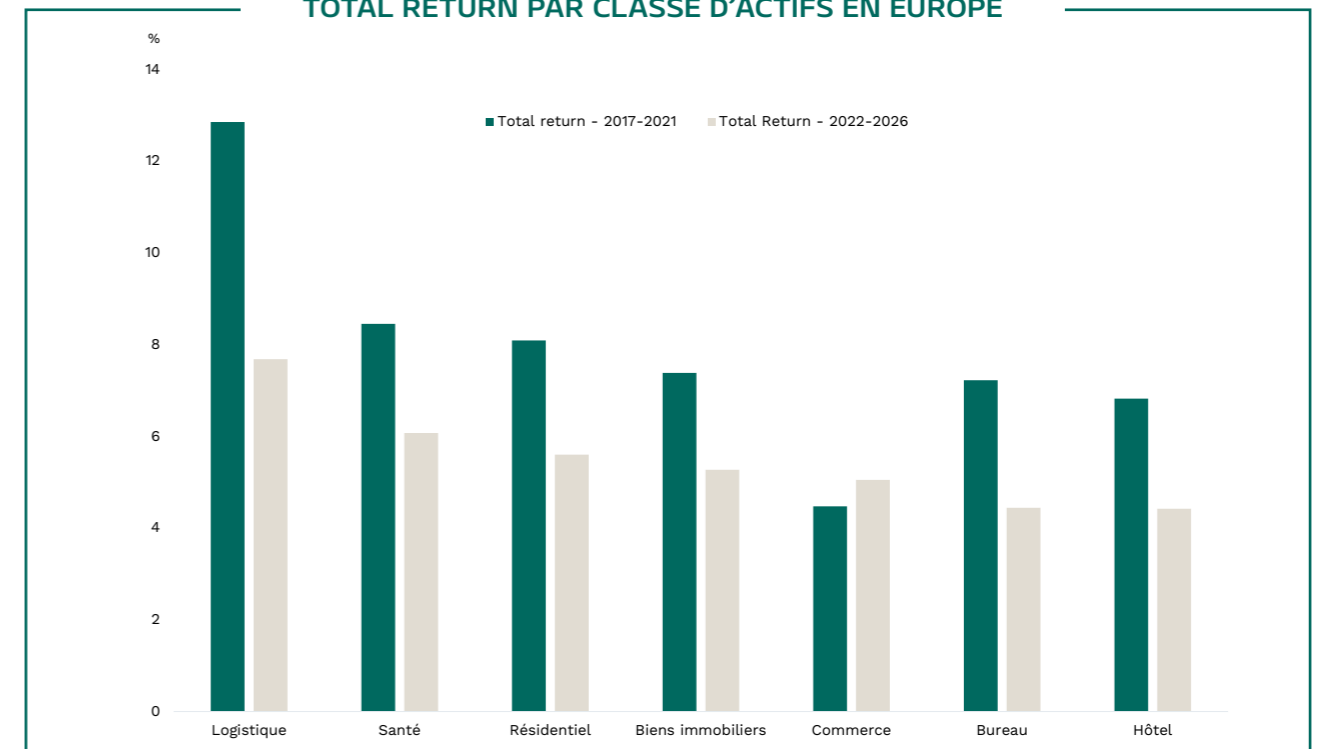
d'un rebond mécanique pour le commerce, avant une période d'accalmie entre 2023 et 2024.

Concernant les bureaux, la performance sera plus faible que durant la décennie écoulée car nous avons souhaité prendre en considération un réajustement potentiel de la demande placée en raison du travail hybride et une décote des immeubles non verts. Les bureaux loués, bien localisés, en adéquation avec les nouvelles attentes des locataires et respectant les standards ESG (Environnement, Social, Gouvernance) devrait permettre d'éviter les décotes et devraient connaître les meilleures perspectives de rendement pour cette classe d'actifs.

**Globalement, nous pensons que les rendements prévisionnels de l'année 2022 devraient se maintenir au niveau de ceux de 2021.** Toutefois, des ajustements auront lieu mais devraient être cantonnés à certaines typologies d'actifs et/ou marchés.

Ce sont bien les transactions des prochains trimestres qui donneront réellement une indication de l'ampleur des corrections.

TOTAL RETURN PAR CLASSE D'ACTIFS EN EUROPE



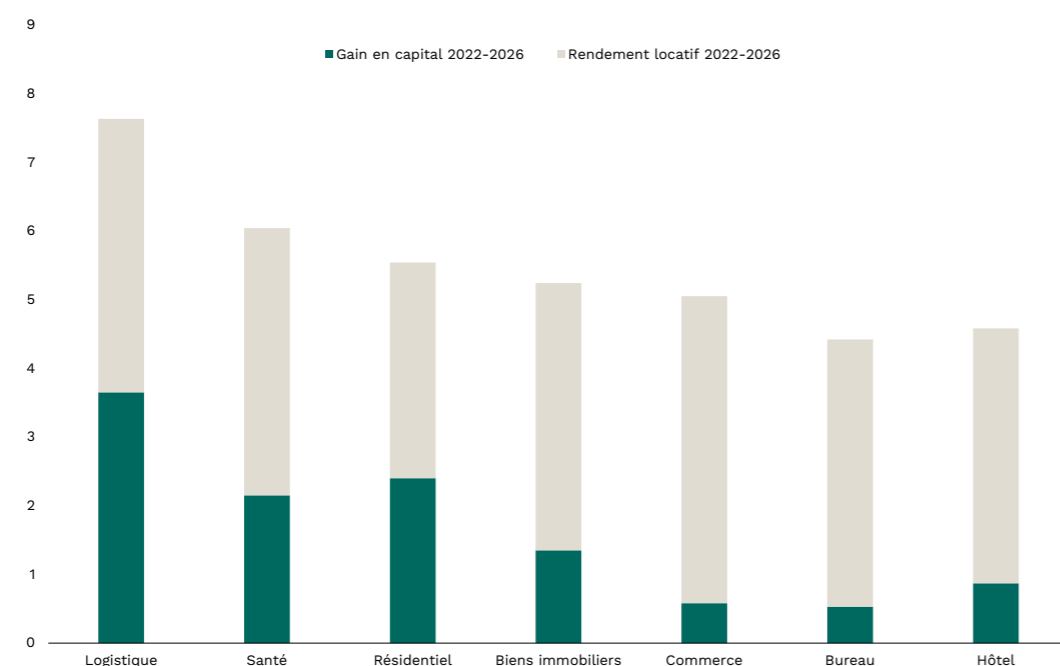
# PERSPECTIVES DES PRINCIPAUX MARCHÉS EN EUROPE

	Caractéristiques	Court terme 2022	Moyen terme A horizon 2026
<b>BUREAUX</b>	Marchés centraux	Positif à sélectif	Positif
<b>COMMERCE</b>	Selon les formats et les zones	Sélectif	Sélectif à positif
<b>LOGISTIQUE</b>	Classe A, logistique urbaine	Positif à sélectif	Positif à sélectif
<b>RÉSIDENTIEL</b>	Métropole et périphérie	Positif à sélectif	Positif
<b>SANTÉ</b>	National, immobilier récent à neuf	Positif	Positif
<b>HÔTEL</b>	Affaires et loisir	Attentiste à sélectif	Sélectif à positif

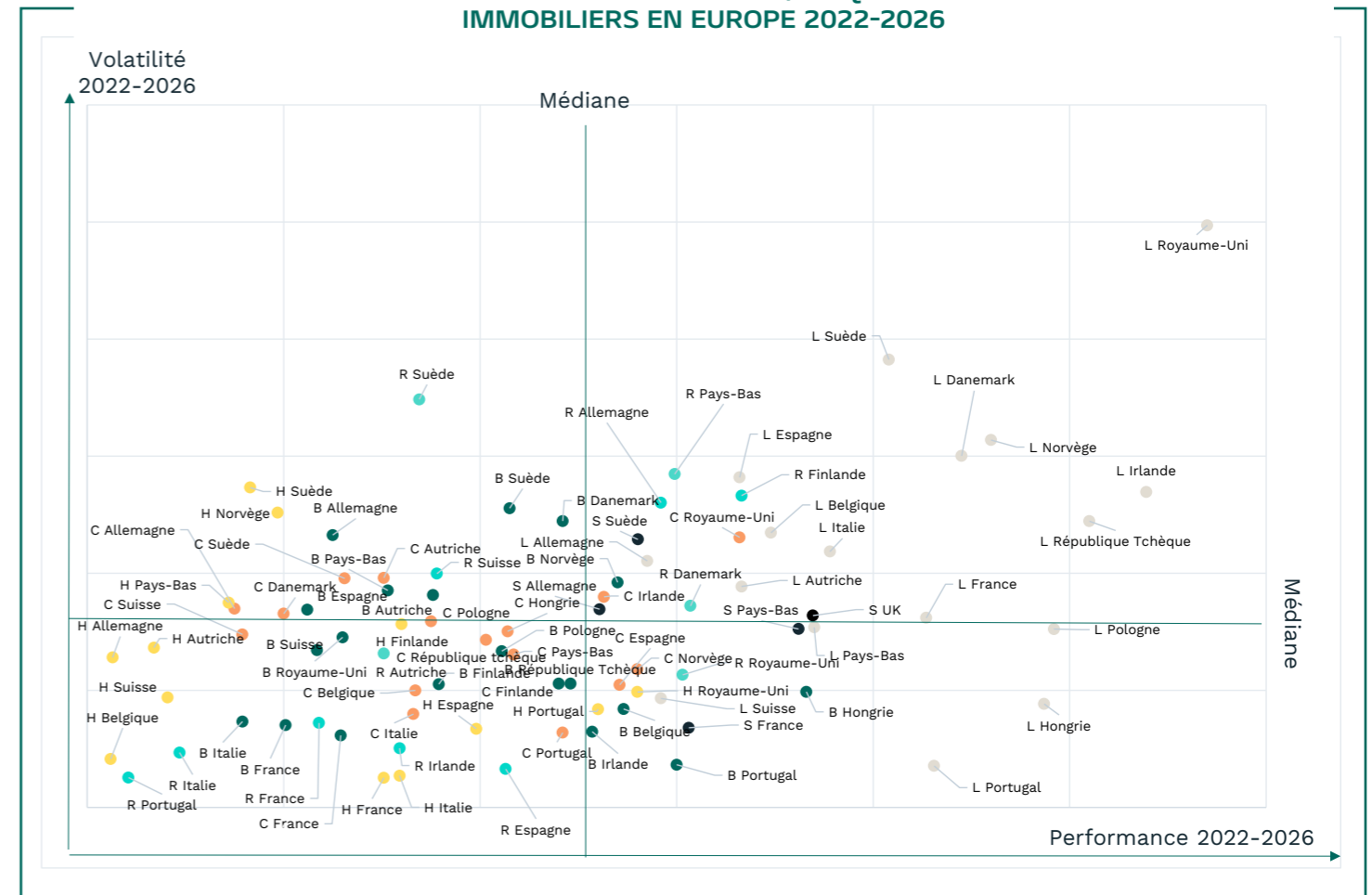
Selon les estimations, les rendements immobiliers de certaines typologies d'actifs pourraient connaître des décompressions d'ici fin 2024, pour contrebalancer la hausse des taux des obligations d'État. Les conséquences de cette situation impliquent donc de réduire les perspectives de gain en capital qui devraient être moins fortes sur la période à venir comparativement à la décennie écoulée. A l'inverse, nous anticipons que le rendement locatif devrait assurer le dynamisme de la performance globale. Ainsi, les immeubles bien localisés avec un potentiel de prise de valeur et avec des locataires solides devraient avoir la capacité d'assurer des rendements performants à l'horizon 2026.

Nous prévoyons un rendement global moyen pour l'ensemble des classes d'actifs compris entre 3% et 6% par an, toujours au carrefour des marchés obligataires et des actions, tant en termes de volatilité que de rendement. D'autre part, il convient de noter que la mise en place progressive de réglementations contraignantes et l'évolution des stratégies d'investissement seront des éléments en faveur des actifs répondant aux critères ESG, qui impacteront négativement la performance globale des actifs énergivores et carbonés : les actifs ne respectant pas les critères ESG pourraient à terme connaître des corrections de leur prix à la revente et une moindre liquidité.

PROJECTIONS DU TOTAL RETURN PAR CLASSE D'ACTIFS EN EUROPE 2022-2026



PROJECTIONS DE LA PERFORMANCE/RISQUE DES MARCHÉS IMMOBILIERS EN EUROPE 2022-2026





## BUREAUX

**Concernant nos prévisions pour la période 2022-2026, nous pensons que le total return des bureaux en Europe devrait être compris entre 4,0% et 5,5% en moyenne.** Ces hypothèses de performance sont donc plus basses que pour la décennie écoulée (8,6%). Le rendement global sera porté par le rendement locatif (entre 3% et 4%) plus que par la croissance en capital (entre 0,0% et 1,5%). Des ajustements des taux de rendement sont à envisager entre 2022 et 2023. Par marchés, nous pensons que Madrid, Amsterdam ou Vienne par exemple ont une capacité à générer un total return dynamique à l'horizon 2026. Les marchés profonds et liquides, comme certains marchés parisiens ou les grandes villes allemandes, vont offrir une performance également solide dans le temps tout en ayant une volatilité moindre comparativement aux marchés plus étroits.

A l'horizon 2026, les bureaux devront faire face à plusieurs défis. L'un d'entre eux sera la transition énergétique. En effet, nous pensons que les actifs/marchés adaptés aux nouvelles caractéristiques du futur lieu de travail et répondant aux enjeux ESG, avec des locataires solides et des baux longs devraient connaître les perspectives les mieux orientées sur la croissance des prix, des loyers et des m<sup>2</sup> consommés. La question de la rénovation de certains actifs doit être posée en raison de l'augmentation des coûts des matières premières et du coût du financement. L'un des autres enjeux concerne le retour d'expérience de l'impact du travail hybride sur la demande placée à court et moyen terme. Ainsi, les marchés pouvant maintenir ou garantir un dynamisme économique et ayant une capacité à créer des emplois seront consommateurs de m<sup>2</sup>.



## COMMERCE

**Nos prévisions de la performance du commerce entre 2022 et 2026 sont comprises entre 4% et 5% en moyenne, un niveau assez poché de la période 2012-2021 (5,4%).** Après un rebond mécanique du gain en capital en 2022, c'est le rendement locatif qui devrait porter un niveau performance plus modéré entre 2023 et 2024. Les commerces en pied d'immeuble dans des villes comme Berlin, Paris, Lisbonne, Bruxelles ou encore Munich ont des perspectives de rendement total assez dynamiques entre 2022 et 2024.

Si la forte inflation devrait peser à court terme sur la consommation, le niveau d'épargne élevé est un amortisseur pouvant venir alimenter le budget des ménages. D'autre part, les prévisions de croissance des chiffres d'affaires des enseignes devraient permettre de soutenir la croissance des loyers. De manière générale, le commerce physique continuera de devoir gérer la montée en puissance de l'e-commerce qui conduira à des tendances contradictoires en Europe.



## LOGISTIQUE

**Nous prévoyons que la performance de la logistique entre 2022 et 2026 se situera entre 6,5% et 7,5% en moyenne, un niveau plus faible que sur la période 2012-2021 (12,9%).** C'est le rendement locatif qui portera la performance alors que le gain en capital pourrait connaître un ralentissement ou des adaptations dès 2023. Toutefois, les solides fondamentaux du secteur et l'offre restreinte vont permettre à la logistique de réaliser de très bons niveaux de performance. Nous pensons que des marchés comme Bruxelles, Berlin, Düsseldorf, Milan, Paris ou encore Rotterdam ont des perspectives bien orientées pour délivrer un haut niveau de rendement locatif dans les années qui viennent. D'autre part, ce sont également des marchés qui ont la capacité d'accroître leur gain en capital à l'horizon 2026.

Ces dernières années, le taux de pénétration en ligne en Europe a considérablement augmenté notamment au Royaume-Uni, aux Pays-Bas ou encore en Allemagne. Ces pays ont connu de très fortes augmentations entre 2012 et 2021. La logistique est également confrontée à plusieurs défis majeurs. Premièrement, dans les années qui viennent des investissements devront être réalisés à la fois dans la numérisation et la robotique afin d'améliorer l'efficacité de la chaîne d'approvisionnement. L'autre grand défi concerne la transformation ESG de la logistique. En raison d'un coût de construction généralement moins élevé, celui de la rénovation pour améliorer les performances du bâtiment l'est également. Toutefois, dans un secteur piloté par les coûts, cela peut rapidement représenter un point négatif.



## RÉSIDENTIEL

**Nos prévisions pour la période 2022-2026 font ressortir un rendement global entre 4% et 6% en Europe, légèrement inférieur à la moyenne de la décennie passée (8,5%). Le secteur devrait encore être porté à court terme par sa performance en capital mais une inflexion rapide pourrait également avoir lieu sur certains marchés.** L'indexation prendra le relais pour favoriser le rendement via les loyers afin de compenser l'augmentation des taux d'intérêt. Par pays, nous pensons que des pays comme les Pays-Bas, l'Allemagne, l'Espagne, l'Autriche ou la France sont des marchés qui offrent un couple rendement/risque cohérents.

Cette situation permet de soutenir la demande aussi bien pour les biens loués que pour des biens à l'acquisition. Le marché locatif devrait également bénéficier de la stratégie build-to-rent, une offre immobilière qui répond aux attentes actuelles des ménages. Concernant les défis ESG, le résidentiel est d'ores et déjà confronté à un durcissement des réglementations pour répondre aux enjeux concernant la réduction des consommations énergétiques et de décarbonation (interdiction de louer des appartements lorsque le diagnostic de performance énergétique est inférieur à un certain seuil). Enfin, le marché résidentiel européen est également un marché très réglementé au niveau des pays pour protéger les locataires. L'indexation, généralement liée à l'indice des prix à la consommation, permet une couverture totale ou partielle contre l'inflation.





## SANTÉ

Concernant nos prévisions pour la période 2022-2026, nous pensons que le rendement total des actifs de santé en Europe devrait être compris entre 4,5% et 6% en moyenne, mais inférieur à la décennie passée (8,25%). Le rendement global sera porté par le rendement locatif et de façon plus limitée par la croissance en capital. Par pays, nous pensons que la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni, l'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas ou encore la Suède, qui sont les marchés les plus profonds et les plus liquides, auront la capacité à délivrer un haut niveau de performance.

La prise en charge d'une importante partie des dépenses de santé par le secteur public et/ou privé ainsi que la croissance démographique des seniors sont les éléments en faveur de l'immobilier de santé. Le déséquilibre entre offre et demande va se poursuivre d'autant plus que la pression démographique restera forte dans les 5 années à venir et continuera de se renforcer dans la décennie suivante. La partie obsolète du parc des maisons de retraite médicalisées pour répondre aux critères ESG et le manque d'offre sur le marché constituent un argument fort en faveur de l'investissement dans des produits récents, bien localisés avec un exploitant solide.



## HÔTELLERIE

Avec le redémarrage soutenu du tourisme et des voyages en 2022, nos prévisions de la performance européenne de l'hôtellerie sur la période 2022-2026 sont comprises entre 3% et 5%, un rendement inférieur à la décennie passée (8,4%). D'autre part, la hausse des taux d'intérêt pourrait rapidement venir peser sur la performance en capital en 2023 et en 2024. Par pays, nous pensons que la combinaison de l'hôtellerie de loisir (Espagne, Italie, Portugal) et d'affaires (Pays-Bas, Allemagne) lorsque ce secteur redémarrera à l'approche d'un grand événement comme les Jeux Olympiques de Paris 2024 permettra une diversification du risque et d'atteindre un meilleur niveau de performance.

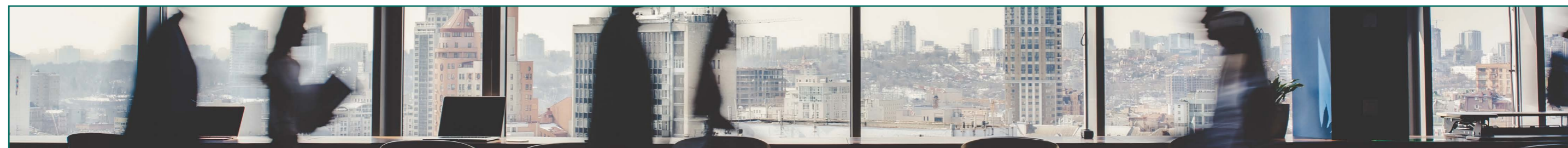
pouvons supposer que le taux d'occupation, le prix moyen et le RevPAR devraient osciller entre stabilité et croissance pour les marchés les moins impactés par les tensions géopolitiques et la pandémie. L'inflation pourrait venir perturber les performances du secteur car l'augmentation généralisée des coûts (transports, hôtels, nourriture) vient réduire le budget des ménages. Ces derniers pourraient alors faire le choix de reporter ou restreindre leurs voyages. Concernant les défis ESG, l'attentisme et la sélectivité devraient conduire la stratégie d'allocation des investisseurs. En effet, le secteur sera contraint à des changements drastiques pour réduire sa forte consommation énergétique, avec des enjeux de décarbonation qui sont parmi les plus élevés en immobilier. Une prime de risque extra-financière pourrait donc émerger à mesure que la durabilité sera mieux prise en compte dans la valorisation des experts.

Même si les incertitudes sont fortes en raison de la dégradation du contexte géopolitique, les indicateurs hôteliers de performance devraient poursuivre leur amélioration, portés par le redémarrage soutenu du secteur. Pour l'heure, nous

# PORTEFEUILLES IMMOBILIERS EFFICIENTS – LE MODÈLE SMARRT® PAR PRIMONIAL REIM RECHERCHE ET STRATEGIE 2022-2026

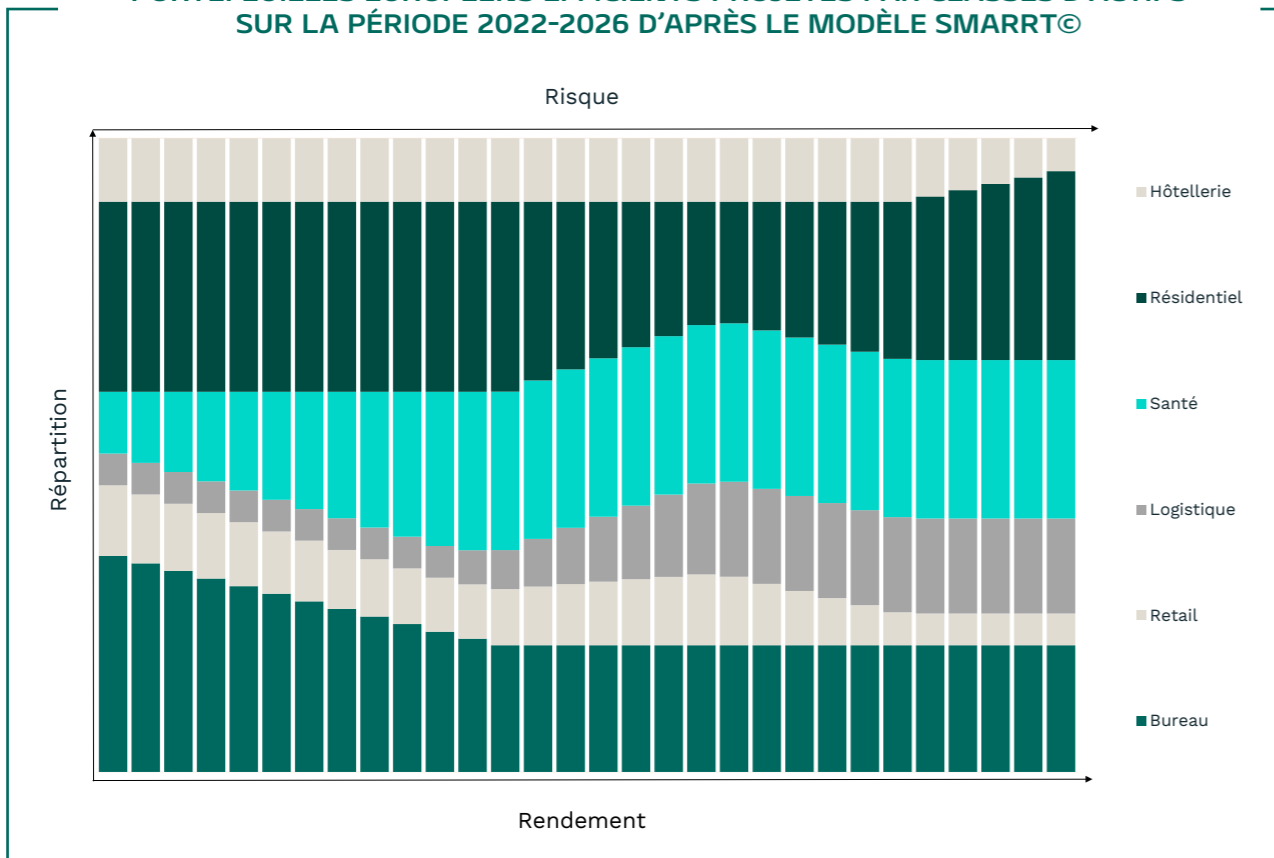
Le graphique suivant illustre l'allocation globale recommandée par SMARRT®, notre modèle d'allocation qui permet de piloter la stratégie d'investissement en immobilier selon l'évolution du contexte macroéconomique. La description du modèle est accessible dans l'étude « L'immobilier européen dans l'allocation d'actifs : nouveau monde, nouveau modèle » parue en juin 2022. Notre modèle a identifié différents portefeuilles efficients avec un total return compris entre 4% et 6%. Il privilégie une diversification géographique et par classes d'actifs au niveau européen. Lorsque l'on analyse les résultats futurs en projetant les rendements immobiliers sur la période 2022-2026, le modèle privilégie le bureau (entre 20% et 40%) en raison de sa forte liquidité, le résidentiel et la santé (entre 10% et 30%) dans une approche défensive alors qu'il surpondère la logistique (entre 5% et 15%) pour accroître la performance mais augmente la prise de risque également. Il est intéressant de noter que dans une approche

défensive le modèle recommande une part quasi équivalente entre la logistique et le retail, deux actifs liés à la consommation et pouvant se substituer selon les comportements des consommateurs. Enfin, il conseille également d'incorporer de l'hôtellerie entre 5% et 10% pour profiter de la reprise du secteur. Ces données constituent une réalité à un instant donné et ne peuvent être figées dans le temps. Une politique d'allocation doit prendre en considération le cycle immobilier de chaque marché pour investir au moment le plus opportun. Il conviendra donc d'adapter le modèle à chaque nouvelle situation pour faire évoluer l'allocation pour maintenir l'équilibre rendement/risque souhaité. Les risques structurels identifiés sont les suivants: une aggravation de l'instabilité géopolitique entraînant de nouvelles révisions à la baisse des perspectives économiques, un renforcement des spreads des taux entre les États, une crise financière ou encore une inflation forte qui perdure.





### PORTEFEUILLES EUROPÉENS EFFICIENTS PROJÉTÉS PAR CLASSES D'ACTIFS SUR LA PÉRIODE 2022-2026 D'APRÈS LE MODÈLE SMARRT®



Sources utilisées dans l'ensemble du document : Modèles statistiques Primonial REIM Recherche et Stratégie, CBRE, Savills, BNP PRE, JLL, Knight Frank, MSCI, Oxford Economics, Eurostat, OCDE, FMI, Stabel, NSI, CZSO, DST, Destatis, Stat, CSO, Statistics, INE, INSEE, DZS, ISTAT, CSB, Statistics Lithuania, Statec, KSH, CBS, Statistik Austria, Stat Poland, INE, INSSE, Statistics Finland, SCB, SSB, BFS, ONS.

## DÉFINITIONS

**OAT 10 ans – Obligations Assimilables du Trésor :** titres d'emprunts émis par l'État français sur une durée de 10 ans. Le taux de l'OAT 10 ans est communément admis comme indicateur du taux sans risque.

**Volume d'investissement en immobilier d'entreprise :** volume global des biens acquis en bureaux, commerces, locaux d'activités et entrepôts, par un acquéreur investisseur et pour un montant « acte en mains » supérieur à 4 millions d'euros.

**Demande placée de bureaux (Immostat) :** ensemble des locations ou ventes à l'occupant (par opposition aux ventes à investisseur) portant sur des locaux à usage de bureaux. Elle est exprimée en mètres carrés de surface utile.

**VEFA :** la vente en l'état futur d'achèvement est le mode contractuel de commercialisation d'un immeuble à construire. L'investisseur devient propriétaire au fur et à mesure de sa construction.

**Mesures d'accompagnement :** facilités accordées aux locataires (franchises de loyers, travaux, etc.).

**Taux de rendement :** rapport entre le revenu brut ou net de l'immeuble et le capital « acte en mains » engagé par l'acquéreur (prix d'acquisition + frais et droits de mutation).

**Murs de boutique :** commerce traditionnel de pied d'immeuble, situé dans les rues commerçantes des centres-villes.

**Centre commercial :** bâtiment réunissant un ensemble d'au moins 20 commerces de détail, logés dans des galeries couvertes, autour d'une grande surface alimentaire assurant un flux de clientèle.

**Retail park :** ensemble commercial à ciel ouvert, réalisé et géré comme une unité. Il comprend au moins cinq bâtiments reliés par des voies de circulation et situés en périphérie des villes.

**EHPAD – Établissement d'Hébergement pour Personnes Âgées Dépendantes :** structure médicalisée ayant vocation à accueillir des personnes âgées en perte d'autonomie.

**Clinique MCO – Médecine, Chirurgie, Obstétrique :** séjours hospitaliers en soins de courte durée, avec ou sans hébergement, ou affections graves pendant leur phase aiguë.

**RevPAR :** Le RevPAR est une abréviation du revenu par chambre disponible. Il correspond au chiffre d'affaires hébergement d'un établissement divisé par le nombre total de chambres. Le RevPAR correspond également au Taux d'occupation multiplié par le RMC.

**RMC :** le RMC est l'abréviation de Recette Moyenne par Chambre. Il est calculé (hors petit-déjeuner) en divisant les recettes totales par le nombre de chambres occupées.

**Taux d'occupation (TO) hôtelier :** c'est le rapport entre le nombre de chambres occupées et le nombre total de chambres d'un hôtel.

## CONTACT

### DÉPARTEMENT RECHERCHE & STRATÉGIE

Daniel WHILE, MRICS • Directeur Recherche, Stratégie & Développement durable  
daniel.white@primonialreim.com

Henry-Aurélien NATTER, MRICS • Directeur Recherche  
henry-aurelien.natter@primonialreim.com

Adrien ISIDORE • Économiste Statisticien  
adrien.isidore@primonialreim.com

Florian Wenner • Senior Researcher  
florian.wenner@primonialreim.com

Le Département Recherche & Stratégie a vocation à formaliser les stratégies d'investissement immobilières de Primonial REIM, sur la base d'une veille continue des marchés français et européens. Alors que l'immobilier collectif représente une part croissante des portefeuilles institutionnels et de l'épargne des ménages, il est au carrefour de facteurs financiers (la hiérarchie des taux), économiques (les business models des locataires), démographiques (le phénomène de métropolisation) et sociétaux (l'évolution des usages). D'où la pertinence d'une analyse transversale. Qui plus est, elle s'inscrit dans le temps long, qui est l'horizon de la plupart des investisseurs en immobilier.

Perspectives Immobilières est une étude développée deux fois par an par Primonial REIM Recherche & Stratégie en complément des Convictions Immobilières trimestrielles. Nous présentons nos projections à 5 ans pour l'ensemble des marchés et des classes d'actifs en Europe.

### À propos de Primonial REIM

Primonial REIM réunit plus de 400 collaborateurs en France, Allemagne, au Luxembourg, en Italie, au Royaume-Uni et à Singapour et met ses valeurs de conviction et d'engagement ainsi que ses expertises à l'échelle européenne pour concevoir et gérer des fonds immobiliers au service de ses clients nationaux et internationaux, qu'ils soient particuliers ou institutionnels.

Primonial REIM aujourd'hui détient 33,5 milliards d'euros d'encours sous gestion. Son allocation de conviction se décompose en :

- 45 % bureaux,
- 34 % santé/éducation,
- 10 % résidentiel,
- 7 % commerce,
- 4 % hôtellerie.

Sa plateforme paneuropéenne gère 61 fonds et réunit plus de 96 056 clients investisseurs, dont 53 % particuliers et 47 % institutionnels. Son patrimoine immobilier est composé de 1526 immeubles (bureaux, santé/éducation, commerce, résidentiel, hôtels) localisés dans 11 pays européens.

[www.primonialreim.com](http://www.primonialreim.com)



---

Ce document est communiqué à titre informatif seulement et ne constitue pas de la part de Primonial REIM une offre d'achat ou de vente de produit d'investissement ou de service d'investissement et ne doit pas être considéré comme un conseil en investissement, un conseil juridique ou fiscal. Les stratégies d'investissement présentées peuvent ne pas être accessibles à tout type d'investisseur. Les opinions, estimations et prévisions sont subjectives et peuvent faire l'objet de modification sans préavis. Elles sont basées sur des données disponibles auprès de fournisseurs de données officiels. Il n'y a aucune garantie que les prévisions se réalisent. Il n'y a aucune garantie que les prévisions soient basées sur des données exactes et exhaustives. L'appréciation de ces informations est laissée au libre arbitre des lecteurs. Ce document ne contient pas suffisamment d'informations pour servir de base à une décision d'investissement.