

# réflexions

LA REVUE  
DE L'IEIF

IMMOBILIÈRES

N°90 - 4<sup>e</sup> TRIMESTRE 2019

## Dossier

### IMMOBILIER : VERS QUEL NOUVEAU MONDE ?

avec

Gilles Moëc  
Thomas Gomart  
François Jullien  
Méka Brunel,  
Nathalie Charles,  
Nadra Moussalem  
Stanislas Pottier  
Anne-Sophie Sancerre  
Thibault Delamain  
Antoine Frey  
Jonathan Sebbane  
David Laurent  
Sonia Lavadinho  
Cécile Maisonneuve  
Nicolas Schotter  
Guillaume Thibault

### Les GAFAM et l'immobilier : quelles stratégies ?

par Nicolas Tarnaud

### Investissement responsable : quelles sont les pratiques des acteurs de l'immobilier ?

par Laura Georgelin  
et Loïs Moulas

### Émotions et usages dans l'immobilier-construction

par Patrick Ponthier



INSTITUT  
DE L'ÉPARGNE  
IMMOBILIÈRE  
& FONCIÈRE



# N° 90

## 4<sup>e</sup> TRIMESTRE 2019

### Édito

**Trop d'argent ?**

*par Guy Marty*

### INVESTISSEMENT

5

**Investissement responsable :  
quelles sont les pratiques des  
acteurs de l'immobilier ?**

*par Laura Georgelin et Loïs Moulas*

### IMMOBILIER D'ENTREPRISE

11

**Les GAFAM et l'immobilier :  
quelles stratégies ?**

*par Nicolas Tarnaud*

### DOSSIER

23

**IMMOBILIER : VERS QUEL  
NOUVEAU MONDE ?**

25

**Croissance, inflation, taux  
d'intérêt : quelles perspectives  
à court et moyen termes ?**

*par Gilles Moëc*

29

**L'affolement du monde :  
les points chauds du globe**

*par Thomas Gomart*

33

**Chine, Europe, de l'écart et  
de *entre* ; un vis-à-vis des cultures**

*par François Jullien*

37

**L'immobilier à horizon 2025 :  
quelles stratégies pour quels  
actifs ?**

*avec Méka Brunel, Nathalie Charles,  
Nadra Moussalem et Stanislas Pottier*

43

**Logistique et commerce :  
complémentarité et compétition**

*avec Anne-Sophie Sancerre,  
Thibault Delamain, Antoine Frey  
et Jonathan Sebbane*

47

**Nouvelles mobilités : quel impact  
sur la ville et l'immobilier ?**

*avec Sonia Lavadinho, Cécile  
Maisonneuve, David Laurent,  
Nicolas Schotthey et Guillaume Thibault*

51

### INVESTISSEMENT

**Grand Paris : une approche  
par le *Factor Investing***

*par Henry-Aurélien Natter*

57

### INNOVATION

**Émotions et usages  
dans l'immobilier-construction**

*par Patrick Ponthier*

69

### FINANCE

**Épargne des ménages :  
une volatilité inédite**

*par Bernard Audibert*

71

### LES CAHIERS PALLADIO

**Échanger biens et services  
innovants dans la ville de demain -  
Mise en perspective**

*par Gilbert Emont*

85

### L'ACTUALITÉ

**BIBLIOGRAPHIQUE**



# GRAND PARIS : UNE APPROCHE PAR LE FACTOR INVESTING



**Henry-Aurélien Natter** Responsable Recherche, Primonial REIM

L'immobilier de bureaux est à l'aube d'un nouveau cycle<sup>1</sup>. En Ile-de-France, marché le plus profond de la Zone euro, l'arrivée du Grand Paris Express va bouleverser la donne. De nouveaux outils sont nécessaires pour les investisseurs.

Le secteur de l'immobilier de bureaux en Ile-de-France connaît des mutations profondes, sous l'influence de multiples critères (figure 1). Il devra répondre à des enjeux majeurs auxquels il est directement confronté : insertion dans la « ville intelligente », voiture autonome, innovations technologiques, mutations des modes de travail, montée en puissance des politiques de gestion intégrant les critères ESG (environnement, social et gouvernance), etc. La recomposition du paysage de l'immobilier de bureaux avec, d'un côté, les actifs attractifs et, de l'autre, les actifs obsolètes, devrait se poursuivre sous l'impulsion des réponses apportées à ces nouveaux enjeux.

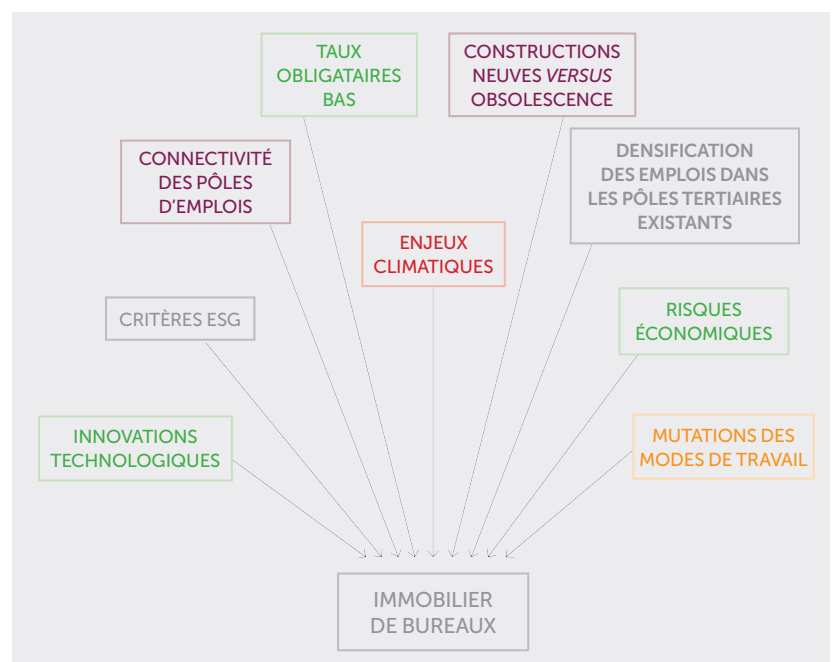
Il est également de plus en plus flagrant que la densification et la connectivité des pôles d'emplois seront des éléments déterminants dans l'attractivité d'un marché tertiaire. Dès lors, les forces à l'œuvre tendent à démontrer que les pôles tertiaires existants devraient poursuivre leur densification, qu'ils soient localisés dans le quartier central des affaires (QCA) ou en périphérie. L'accessibilité contribuera donc à rebattre les cartes de la recomposition des secteurs.

**À la recherche du rendement futur.** Durant les dix dernières années, les investisseurs immobiliers ont fait majoritairement le choix d'actifs *core* ou *core+* délivrant des rendements stables. Les politiques monétaires accommodantes des banques centrales, en favorisant la hausse des valeurs d'actifs, ont alimenté cette tendance. Ce cycle de baisse des taux souverains semble toucher à sa fin, et nous évoluons

actuellement dans un environnement de taux bas. Cette situation a des conséquences sur l'immobilier puisqu'un palier semble être atteint pour les actifs immobiliers *prime*. Tout l'enjeu sera donc de maintenir un niveau de rendement satisfaisant dans les années à venir.

**FIGURE 1**

## Les critères d'influence de l'immobilier de bureaux



Source : Primonial REIM Recherche & Stratégie.

1. Cet article reprend les éléments exposés dans l'étude Primonial Reim, *Bureaux en Ile-de-France, nouveau cycle, nouvelles stratégies*, parue en octobre 2019.



Nous avons développé une méthodologie pluridisciplinaire qui nous a permis d'analyser les perspectives en matière de transport (Grand Paris Express), d'économie et d'indicateurs immobiliers pour en tirer un outil d'évaluation et de sélection des marchés tertiaires franciliens : le *Factor Investing*.

## LES NOUVELLES GARES DU GPE

Les livraisons futures des gares du Grand Paris Express (GPE) vont changer les équilibres. Avec la construction de 200 kilomètres de nouvelles lignes de métro, le GPE constitue le plus grand projet d'infrastructure d'Europe. Ainsi, 68 nouvelles gares interconnectées vont être créées. Les marchés immobiliers en première couronne seront largement bénéficiaires du Grand Paris Express. Cette extension des infrastructures de transport va modifier l'accessibilité des résidents à leurs emplois. De ce fait, les choix d'implantation des entreprises franciliennes seront nécessairement repensés, avec les livraisons progressives des gares du GPE.

**Massification des pôles existants.** C'est dans ce contexte que l'ORIE a émis deux hypothèses sur l'évolution à venir des territoires du Grands Paris. La première est que le GPE provoquera la massification des pôles d'emploi existants en raison de la croissance de la mobilité. Afin de limiter l'étalement urbain, des restrictions pourraient être prises par les autorités et auraient pour conséquence de favoriser

le développement du travail nomade. Pour leur part, les entreprises chercheront à se localiser dans les principaux pôles tertiaires. La deuxième hypothèse concerne l'émergence de nouveaux pôles tertiaires (carte 1).

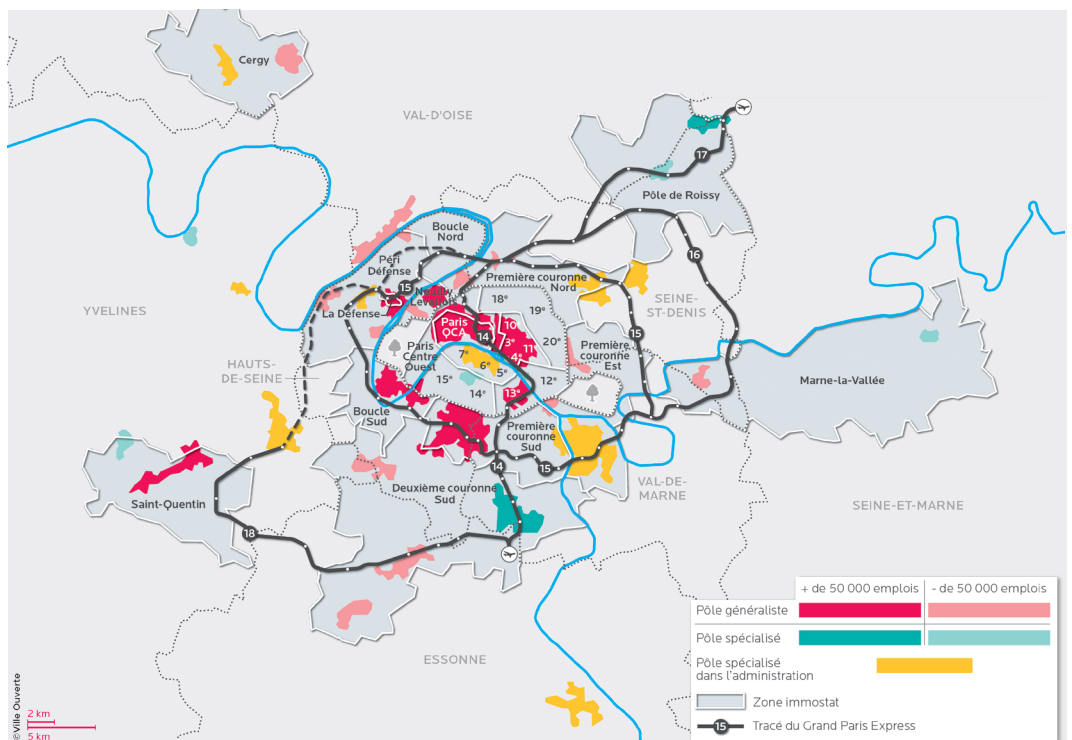
Toutefois, dans ces deux scénarios, les entreprises seront amenées à privilégier les territoires à l'extérieur de Paris mais à proximité immédiate de la capitale. L'hypothèse de massification des pôles existants est la plus probable à l'horizon 2030. Concernant le mitage, il devrait être vraisemblablement de faible amplitude. La question de la performance de l'immobilier de bureaux sur les différents territoires franciliens doit donc être posée.

## MARCHÉS FRANCILIENS : QUELLES PERSPECTIVES DE PERFORMANCE ?

Le ralentissement actuel du contexte économique européen et les risques liés à l'escalade des tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pèsent à horizon deux ans sur nos projections de rendement global. En effet, ces risques économiques sont des éléments défavorables à la demande locative immobilière. Toutefois, la faible vacance constatée sur de nombreux marchés franciliens sera un élément favorable à la croissance des loyers.

### CARTE 1

#### Grand Paris Express, pôles d'emploi et marché de bureaux



Les pôles d'emploi en première couronne sont largement bénéficiaires des premières livraisons du Grand Paris Express

À plus long terme, ce sont les obligations d'État qu'il conviendra de surveiller. En effet, même si l'État français a pu emprunter sous la barre symbolique de 0 % à la fin du premier semestre 2019, la Banque centrale européenne (BCE) maintiendra sa politique de taux bas uniquement pour soutenir la croissance économique et n'hésitera pas à relever ses taux directeurs lorsque le rythme d'expansion attendu sera au rendez-vous. Dans ce contexte, la question de l'évolution de la prime de risque immobilière se posera.

Le scénario central de notre modèle fait ressortir une performance globale positive des bureaux en France dans les prochaines années mais dans une proportion moins forte que par le passé. Nous prévoyons que les marchés des bureaux en Ile-de-France enregistreront globalement une croissance moyenne positive des loyers MSCI<sup>1</sup> à un niveau supérieur à l'inflation.

**Évolution des prix.** Concernant le rendement en capital, à court terme nous anticipons une poursuite de la croissance des prix de l'immobilier en raison de la politique accommodante de la BCE. À plus long terme et dans une optique conservatrice, la question de la croissance en capital sur le marché francilien des bureaux doit être posée. En effet, elle pourrait être négative en lien avec une remontée progressive des taux directeurs en Europe.

Il convient également de prendre en considération le fait que des risques liés aux marchés immobiliers pèsent sur ces perspectives : un ralentissement marqué de la demande placée, les risques de suofre de certains marchés qui pourraient impacter les loyers, une remise en question des livraisons du GPE, une remontée brusque des taux obligataires ou encore un assèchement brusque des flux d'investissement.

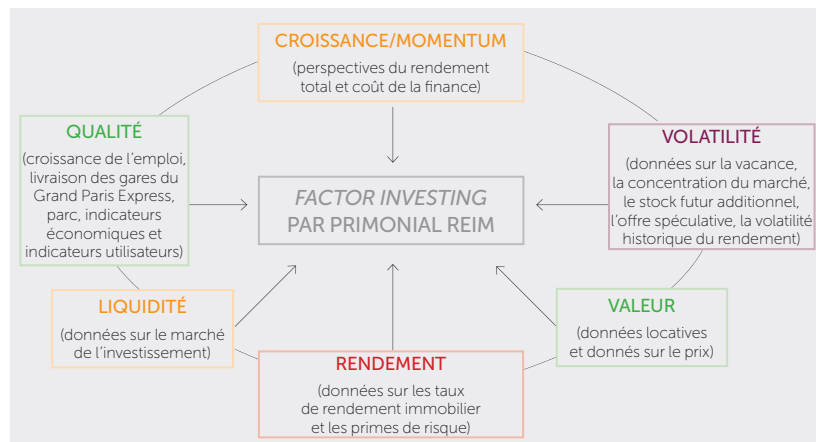
**Création de valeur.** Nous pensons que, dans le contexte économique (risque sur le rythme d'expansion et environnement de taux bas prolongé) et immobilier actuel (un palier semble être en passe d'être atteint pour les actifs immobiliers *prime*), l'enjeu sera de capter ou de créer de la valeur pour maintenir un niveau de rendement satisfaisant. Malgré le fait que la croissance en capital devrait être plus faible que lors de la décennie écoulée, les voyants semblent donc marquer la transition d'un cycle immobilier porté par la croissance en capital vers un cycle axé sur la création de valeur.

## POURQUOI LE FACTOR INVESTING ?

Dans le contexte économique et financier de plus en plus incertain que nous venons de décrire, le fait de retenir un seul critère (par exemple le taux de rendement) nous a semblé incomplet dans un processus rationnel de décision d'investissement.

FIGURE 2

### Le Factor Investing par Primonial REIM : 6 facteurs et 50 critères



Source : Primonial REIM Recherche & Stratégie.

Les recherches académiques constatent que tous les individus sont confrontés à faire des choix quotidiennement.

Toutefois, devant la quantité d'informations disponibles, la prise de décision se fait de façon plus ou moins rationnelle. Ces failles sont appelées des biais cognitifs. En immobilier, ces biais peuvent être le fait de :

- ▶ privilégier le revenu locatif au détriment du rendement en capital ;
- ▶ privilégier un marché familier au détriment d'une analyse objective de plusieurs marchés ;
- ▶ se remettre difficilement en question, ce qui peut conduire à répéter les mêmes erreurs.

**Grille d'analyse.** Le *Factor Investing* peut permettre de réduire la subjectivité dans la sélection de marché et faciliter l'analyse de plusieurs marchés en même temps sans se limiter à un seul critère. Comme évoqué précédemment, certains marchés centraux connaissent actuellement des prix d'entrée très élevés comparativement aux revenus dégagés par certains actifs. Il faut donc identifier des secteurs avec une offre limitée et pouvant connaître une forte croissance des loyers alors que des risques pèsent sur la conjoncture économique.

Dans ce contexte, il convient alors de créer une grille d'analyse afin d'identifier les marchés où les prix restent abordables et/ou pouvant bénéficier d'une évolution favorable du marché locatif. S'inspirant du secteur de la finance, Primonial REIM Recherche et Stratégie a développé un outil original pour ses stratégies d'investissement : le *Factor Investing*. Cette approche consiste à prendre en compte six facteurs et à les adapter au monde de l'immobilier à travers cinquante critères (figure 2).

1. Baromètre MSCI.



## Le Factor Investing appliqué aux marchés d'Ile-de-France

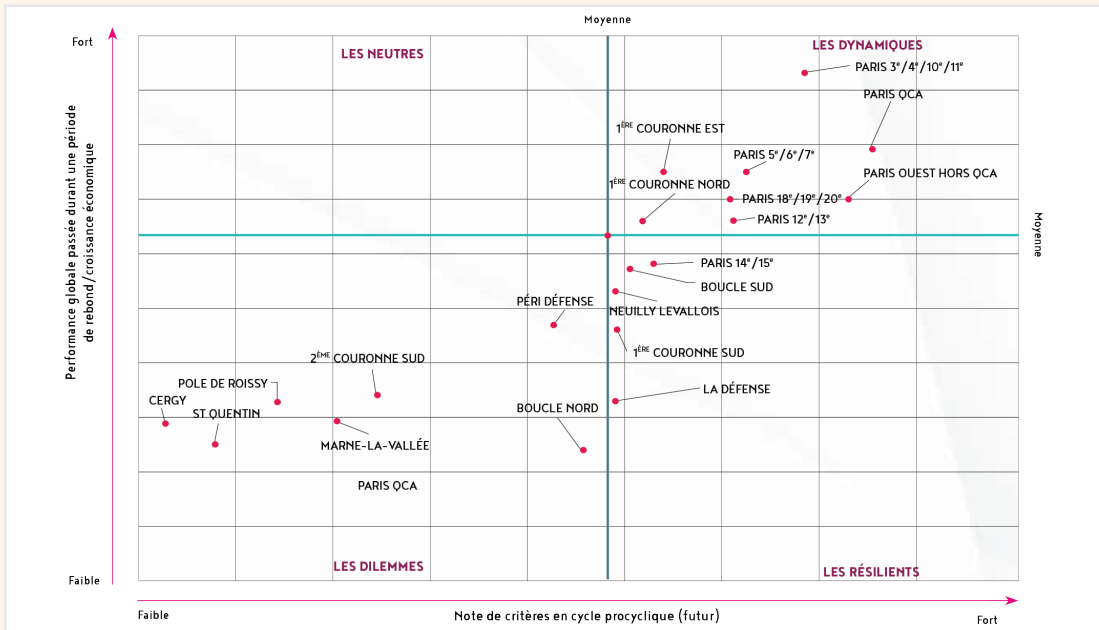
Selon le cycle économique, que l'on ait une stratégie défensive ou une stratégie procyclique, quatre grands profils de marchés se dégagent.

- ▶ Les dynamiques ont pour caractéristique de surperformer la moyenne passée de la performance des bureaux franciliens et obtiennent une bonne note de leurs facteurs en cycle défensif ou procyclique.
- ▶ Les neutres ont pour spécificité d'avoir réalisé une très bonne performance passée mais la note de leurs facteurs est inférieure à la moyenne francilienne.
- ▶ Les dilemmes ont réalisé une performance passée et ont obtenu une note de leurs facteurs inférieure à la moyenne du marché francilien.

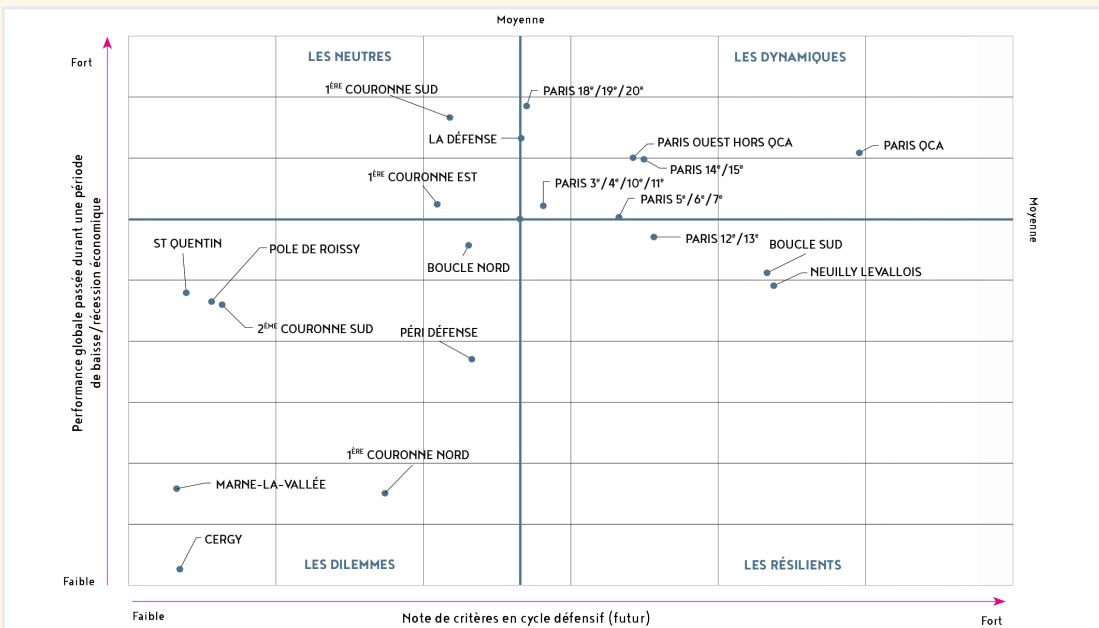
remment inférieure et obtiennent une très bonne note de leurs facteurs en cycle défensif ou procyclique.

- ▶ Les neutres ont pour spécificité d'avoir réalisé une très bonne performance passée mais la note de leurs facteurs est inférieure à la moyenne francilienne.
- ▶ Les dilemmes ont réalisé une performance passée et ont obtenu une note de leurs facteurs inférieure à la moyenne du marché francilien.

### Exemple 1 - Stratégies procycliques dans un cycle économique en croissance ou en rebond



### Exemple 2 - Stratégies défensives dans un cycle économique en baisse ou en récession



► Les six facteurs retenus sont les suivants :

- ▷ qualité (croissance de l'emploi, livraisons des gares du Grand Paris, parc, indicateurs économiques et indicateurs utilisateurs) ;
- ▷ croissance/momentum (perspectives du rendement total et coût de la finance) ;
- ▷ volatilité (données sur la vacance, la concentration du marché, le stock futur additionnel, l'offre spéculative, la volatilité historique du rendement) ;
- ▷ valeur (données locatives et données sur le prix) ;
- ▷ rendement (données sur les taux de rendement immobilier et les primes de risque) ;
- ▷ liquidité (données sur le marché de l'investissement).

► Pour les cinquante critères, nous avons choisi des séries de données utilisant une méthodologie identique pour l'ensemble des marchés que nous avons souhaité tester. Nous avons ainsi pu identifier l'exposition de chaque marché à ces facteurs.

## UNE RÉPONSE AUX ALÉAS ÉCONOMIQUES

Nous avons choisi le *Factor Investing* car nous pensons que ce ne sont pas les facteurs eux-mêmes qui peuvent potentiellement générer une surperformance à long terme, mais la manière dont ils sont combinés. Si l'exposition à des facteurs peut être plus tactique, la transition entre les cycles des marchés peut être plus difficile à déterminer. L'originalité de notre approche consiste à évaluer chaque marché immobilier à l'aide des six facteurs, dès lors nous pouvons assembler ce que nous pensons être les marchés avec de bons fondamentaux pour générer des rendements solides à long terme.

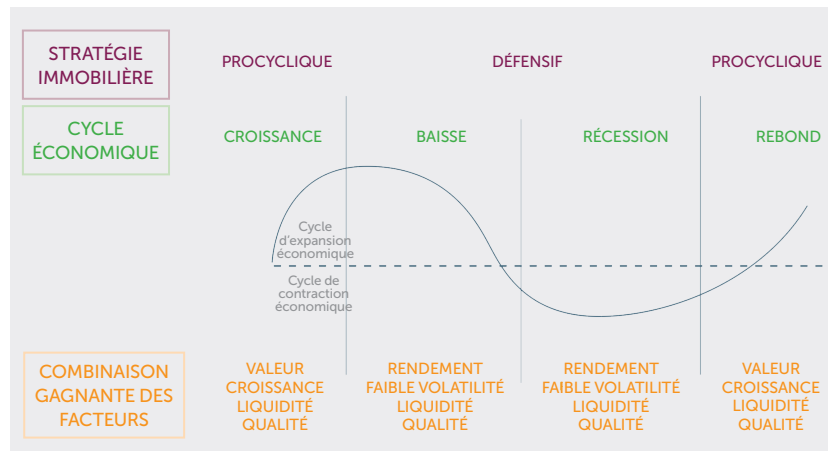
► Prenons l'exemple suivant :

- ▷ dans la première situation, nous avons deux immeubles dans deux marchés distincts très liquides, générant un rendement locatif faible mais dont les prix sont élevés ;
- ▷ dans le deuxième cas, nous avons deux autres immeubles à des prix de vente très attractifs mais dans deux marchés peu liquides mais pouvant connaître une prise de valeur importante.

► En prenant en compte les six facteurs, nous cherchons donc à éviter le dilemme de quelle option choisir en adaptant facilement les meilleures solutions selon le contexte économique. Ainsi, deux

FIGURE 3

### Des stratégies d'investissement optimisées



Source : Primonial REIM Recherche & Stratégie.

grands types de stratégies d'investissement ressortent :

- ▷ une stratégie procyclique qui sera plus adaptée dans une phase économique de croissance ou de rebond et qui consistera à privilégier une combinaison de marché avec les facteurs suivants : valeur, croissance, liquidité et qualité ;
- ▷ une stratégie défensive qui sera adoptée dans le cas de baisse ou de récession économique et qui privilégie les facteurs suivants : rendement, faible volatilité, liquidité et qualité.

**Anticiper les meilleures opportunités.** Le cycle économique joue donc ici une part importante dans le modèle développé (figure 3). Les années se succèdent mais ne se ressemblent pas. Elles sont marquées par des événements, généralement économiques et financiers, qui façonnent les marchés de l'immobilier et les cycles qui en découlent. Ainsi, l'année 2018 a été marquée par les inquiétudes autour des taux d'intérêt, 2019 semble se cristalliser sur les facteurs susceptibles de maintenir le cycle économique alors que 2020 accumule les inquiétudes sur un risque de retournement. Dans un environnement en profonde mutation, savoir adopter des stratégies d'investissement immobilières renouvelées permet d'anticiper les meilleures opportunités de croissance et de création de valeur à court, moyen et long terme. ▲

ISSN 1244-0442  
Au numéro 55 € TTC  
Abonnement (4 n<sup>os</sup>) 190 € TTC

# réflexions

LA REVUE  
DE L'IEIF **IMMOBILIÈRES**  
N°90 - 4<sup>e</sup> TRIMESTRE 2019

## À PROPOS DE L'IEIF

L'IEIF, centre de recherche indépendant, est le lieu privilégié d'échanges et de réflexions pour les professionnels de l'immobilier et de l'investissement.

Sa mission est de fournir de l'information, des analyses et des prévisions, et d'être un incubateur d'idées.

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



INSTITUT  
DE L'ÉPARGNE  
IMMOBILIÈRE  
& FONCIÈRE

23, boulevard Poissonnière - 75002 Paris  
Tél. : 01 44 82 63 63  
[info@ieif.fr](mailto:info@ieif.fr)