

Les mécanismes typiques des crises immobilières de bureaux : analyse rétrospective et prospective de l'expert quant à l'impact de la COVID-19 sur le marché tertiaire de bureau

Trois grandes crises immobilières en rapport avec l'immobilier de bureaux ont eu lieu en France ces 50 dernières années : la crise consécutive au 1^{er} choc pétrolier au début des années 1970 ; celle survenue à la suite de la guerre du golfe au début des années 1990 ; celle des « subprimes » en 2007-2008. L'épidémie de COVID-19 pourrait également avoir un impact sur le marché immobilier tertiaire ; l'expert immobilier pourrait tirer des enseignements des crises passées et intégrer la nouvelle donne créée par la COVID-19 dans ses évaluations.

Le monde a connu en ce début d'année, avec la COVID-19, des bouleversements inédits par leur ampleur et leur échelle mondiale.

Il est certes encore prématuré d'en analyser tous les impacts et d'en mesurer précisément les conséquences. Toutefois, à partir des éléments tangibles à notre disposition et en raisonnant par inférence avec les crises immobilières passées, nous tenterons de dégager les possibles impacts de cet événement sur le marché immobilier tertiaire.

Nous verrons également comment l'expert immobilier en estimations peut tirer des enseignements des crises passées et intégrer les spécificités de la crise sanitaire actuelle dans ses expertises.

1. MÉCANISMES HISTORIQUES DES CRISES IMMOBILIÈRES TERTIAIRES

On peut schématiquement relever trois grandes crises immobilières en rapport

avec l'immobilier de bureaux sur les 50 dernières années en France, outre celle peut-être à venir, consécutive à la COVID-19 :

- la crise consécutive au 1^{er} choc pétrolier au début des années 1970 ;
- la crise consécutive à la guerre du golfe au début des années 1990 ;
- la crise des « subprimes » en 2007-2008.

Plusieurs traits sont communs à ces différentes crises. Le mécanisme typique pourrait être décrit comme suit : Une phase préalable de croissance économique (croissance du PIB, augmentation des embauches, etc.) pendant laquelle les entreprises sont en demande de surfaces de bureaux additionnelles pour installer leurs salariés, dont le nombre est en augmentation.

La hausse de la demande de surfaces tertiaires a pour conséquence une hausse des volumes de surfaces prises à



Mathieu Herberg
Expert en estimations immobilières
Expert près la cour d'appel de Versailles et près les cours d'appel administratives de Paris et de Versailles

bail, ayant pour corollaire une baisse du stock disponible. La rareté des surfaces disponibles pousse ainsi les valeurs locatives vers le haut.

La hausse des valeurs locatives entraîne par ricochet une hausse des valeurs vénales (les acquéreurs de surfaces tertiaires étant principalement des investisseurs en quête de rendement locatif).

Attirés par la hausse et la rareté des surfaces de bureaux disponibles, les investisseurs et les promoteurs financent et lancent des opérations de construction.

Lorsque la dynamique haussière décrite est suffisamment importante – ou perçue comme telle – certains promoteurs et/ou certains investisseurs vont prendre le risque de développer des opérations dites « en blanc », c'est-à-dire pour lesquelles il n'y a pas d'utilisateur identifié en amont. En effet, ce type d'opération permet potentiellement de dégager des plus-values importantes, à condition de trouver des utilisateurs à l'issue de la construction. Il faut noter qu'entre l'identification d'un terrain, les délais d'obtention d'un permis de construire et les délais de construction,

“L'expert immobilier en estimations peut tirer des enseignements des crises immobilières passées et intégrer les spécificités de la crise sanitaire actuelle dans ses expertises.”

il se passe généralement deux à trois années, voire plus dans certains cas. Ainsi des projets lancés à une période où le marché est favorable peuvent être livrés à une période où il l'est moins.

Conséquence de ce dynamisme immobilier en matière de construction : le stock tertiaire augmente et d'importantes surfaces disponibles sont mises sur le marché.

Si, dans cette configuration, un choc exogène survient, venant ébranler l'économie, les entreprises voyant leurs perspectives de croissance s'amenuiser vont limiter les investissements, réduire la voilure, arrêter d'embaucher, libérer des surfaces en fonction des dates d'échéances des baux, renégocier à la baisse leur loyer, etc.

Ainsi, le taux de vacance augmente et les valeurs locatives baissent. Certains investisseurs ayant initié des opérations de construction à une période de forte demande se retrouvent à présent avec des immeubles neufs sans utilisateurs.

On sort d'une telle crise lorsque l'économie reprend de manière soutenue. Alors le cycle décrit plus haut reprend, avec l'absorption des surfaces vacantes par les demandes de surfaces des entreprises en croissance.

À partir de cette première analyse des mécanismes de marché, nous pouvons dégager quelques-uns des principaux indicateurs de marché que l'expert sera conduit à examiner dans ses expertises.

2. PRISE EN COMPTE DES INDICATEURS DE MARCHÉ PAR L'EXPERT

Ainsi, pour un marché donné, l'expert s'intéressera notamment aux indicateurs suivants :

- Le parc (ou stock) de surfaces tertiaires : il s'agit de la quantité de surfaces, exprimée en mètres carrés, de locaux à usage de bureaux. Par exemple, le quartier d'affaires de la Défense compte plus de 3,2 millions de mètres carrés de bureaux, ce qui en fait le plus grand quartier d'affaires de la zone euro. L'expert en estimation s'efforcera également de recueillir des informations relatives à l'âge du stock : s'agit-il d'un parc moderne composé essentiellement d'immeubles récents, ou au contraire d'un parc vieillissant, ou encore d'un parc hétérogène ? Il



conviendra ensuite de positionner l'immeuble objet de l'expertise, en fonction de sa génération, dans son environnement.

- Le taux de vacance du parc : il s'agit de la quantité de surfaces vacantes à la location divisée par le stock total. Les praticiens estiment qu'un taux de vacance de 5 à 6 % traduit un marché équilibré, les surfaces vacantes étant la conséquence d'un taux de rotation naturel. En dessous de 5 %, c'est un marché tendu où l'offre disponible ne satisfait pas pleinement la demande. Cette situation indique souvent un marché où les valeurs locatives sont orientées à la hausse, ce dont devra tenir compte l'expert. Au-dessus de 6 %, c'est un marché distendu, avec une offre plus abondante que les besoins des entreprises, situation dans laquelle les valeurs locatives sont plutôt orientées à la baisse.
- La demande placée (ou « take-up ») : il s'agit, sur une période donnée (généralement une année), du nombre de mètres carrés pris à bail ou acquis pour l'utilisation propre d'une société afin d'y exercer son activité. Cette information est souvent rapportée au stock vacant par l'expert. Une demande placée annuelle moyenne sur les 3 dernières années de 500 000 m² par an ne s'interprète pas par l'expert de la même manière, selon que le stock vacant actuel est

de 250 000 m² ou de 750 000 m². Dans le premier cas, le stock vacant représente six mois de demande placée et dans le second, un an et demi.

3. RETOUR SUR LES DERNIÈRES CRISES IMMOBILIÈRES FRANÇAISES

Pour chacune des trois dernières grandes crises de l'immobilier tertiaire de ces dernières décennies, une série d'événements qui ont déclenché une période de récession, initiant un cycle immobilier baissier.

3.1. Crises pétrolières

Le premier choc pétrolier du début des années 1970 a provoqué une importante crise économique mondiale et une forte hausse du chômage en France. Il est lié à la combinaison de plusieurs facteurs économiques, financiers et géopolitiques : embargo de l'OPEP, abandon du système de l'étalon-or de Bretton-Woods par les États-Unis, etc. Le cycle immobilier vertueux a toutefois repris grâce à une phase de développement économique assez forte entre 1982 et 1990.

La guerre du Golfe au début des années 1990 lorsque les États-Unis sont intervenus en Irak à la suite de l'invasion du Koweït a eu des conséquences et un déroulé relativement similaires.

3.2. Crise de la dette

La crise des « subprimes » diffère un peu et mériterait une analyse détaillée, nous décrirons cependant ici uniquement les principaux mécanismes. On peut relever

qu'elle est également survenue après une période de croissance économique importante (développement de la finance, des produits structurés, de l'Internet, etc.). Elle a été déclenchée par une succession d'événements, liés notamment à la fragilité de certains prêts hypothécaires aux particuliers aux États-Unis.

Il est à noter que dans la plupart des pays (la France faisant ici figure d'exception), les prêts immobiliers garantis par hypothèque sont à taux variable (au moins en partie).

À la suite d'une augmentation des taux directeurs de la Fed¹, les taux ont dans leur ensemble augmenté et de nombreux ménages n'ont pas pu honorer leurs échéances de crédit. En effet, de nombreux crédits immobiliers avaient été octroyés aux États-Unis à des ménages financièrement fragiles. Or, les banques émettrices de ces crédits n'avaient pas conservé ces lignes de crédit sur leur bilan mais les avaient « externalisées », grâce à un mécanisme complexe de titrisation et à l'aide de banques d'affaires qui ont placé ces titres de créances auprès d'investisseurs institutionnels. L'ensemble des acteurs a donc été fragilisé et certains ont même fait défaut, à l'instar des retentissantes faillites des banques Bear Stearns et Lehman Brothers en 2008. Cette crise a eu pour conséquence une autre crise, celle dite de la « dette souveraine » qui a engendré une tension sur la dette publique de certains pays.

Cette crise présente certaines caractéristiques notables. En premier lieu la réaction des pouvoirs publics et des régulateurs a été à la fois très rapide, coordonnée, volontariste et d'une ampleur sans précédent. En effet, les banques centrales ont eu recours de manière massive au « Quantitative easing », un mécanisme monétaire dit « non conventionnel » par lequel elles ont massivement racheté des titres de créances auprès des banques, conduisant à une baisse des taux inédite. Cette politique est d'ailleurs toujours

déployée à l'heure actuelle, comme le montrent les taux d'emprunts actuels particulièrement bas.

Le prix des actifs immobiliers étant très fortement et inversement corrélé aux taux d'emprunt, cette politique monétaire a soutenu les valeurs de l'immobilier et le mécanisme d'effondrement des prix immobiliers décrit dans les deux premières crises s'en est retrouvé plus limité dans le temps. C'est particulièrement vrai en France où l'ampleur de la baisse a été plus modérée qu'outre-Manche et outre-Atlantique. Le niveau des taux directeurs constitue ainsi un indicateur important pour l'expert immobilier, particulièrement en matière d'estimation de valeurs vénales.

4. IMPACT DE LA COVID-19 SUR L'ÉCONOMIE IMMOBILIÈRE

La COVID-19 est un choc exogène ayant des conséquences sur l'économie mondiale. Ces dernières sont évidemment complexes à estimer à l'heure actuelle, mais les économistes prévoient une récession économique assez importante. Dans son audition auprès de la commission des finances de l'Assemblée nationale du 10 juin 2020, le ministre de l'Économie, Bruno Le Maire, a estimé que « *la crise économique [consécutive à la COVID-19] pourrait entraîner la suppression de 800 000 emplois dans les mois à venir* ».

Il est donc assez probable que les perspectives de croissance des entreprises soient, de manière générale, revues à la baisse et que les acteurs modèrent leurs investissements ainsi que leurs besoins de surfaces nouvelles. En matière immobilière, on relevait au 31 décembre 2019 une offre immédiate de 2,7 millions de mètres carrés en région Île-de-France². À cela s'ajoute, sur le même territoire, un encours de construction de 2,4 millions de mètres carrés³.

Face à ce stock, immédiat ou à venir, de surfaces de bureaux, il faudrait

une demande soutenue de la part des entreprises pour absorber les surfaces vacantes produites. Or, côté demande, plusieurs facteurs sont susceptibles de jouer à la baisse, comme nous allons le détailler ci-après.

Nous avons déjà évoqué la récession économique, avec les embauches moindres et les annonces de licenciements relayées par les médias, qui en elle-même entraînera nécessairement une baisse de la demande de surfaces de la part des entreprises. Cette récession aura d'autant plus d'impact sur les valeurs immobilières que les mesures de quantitative easing étant déjà largement déployées par les banques centrales, il n'est pas vraiment envisageable qu'une nouvelle baisse des taux directeurs puisse se produire. L'effet baisse des taux de la crise précédente ne pourra donc pas être reproduit dans les mêmes proportions. Les taux sont d'ailleurs plutôt orientés à la hausse, depuis l'entrée en vigueur de l'état d'urgence sanitaire.

Cette menace de récession économique semble également se conjuguer avec une évolution des usages et du rapport avec le travail salarié.

5. L'ÉVOLUTION DES USAGES EN MATIÈRE DE TRAVAIL ET CONSÉQUENCES SUR LE MARCHÉ IMMOBILIER TERTIAIRE

La crise de la COVID-19 a agi comme un catalyseur d'une tendance qui avait commencé bien antérieurement : celle du télétravail. Le confinement a été l'occasion pour les entreprises tertiaires, quelle que soit leur taille, de déployer largement diverses solutions de télétravail. La presse généraliste s'en est d'ailleurs largement fait l'écho et plusieurs sondages ont révélé que salariés et employeurs n'excluaient pas de recourir plus largement au télétravail, en dehors de toute contrainte liée au confinement.

Le travail à distance présente en effet plusieurs avantages. Du côté de l'employé, cela lui économise des temps de trajets certains jours de la semaine et lui permet une organisation plus souple. Du côté de l'employeur, rappelons qu'en matière tertiaire, le coût immobilier est souvent le deuxième poste de dépenses après les salaires. Ainsi, le déploiement du télétravail peut permettre, grâce à un système de rotations des postes

“ Il est assez probable que les perspectives de croissance des entreprises soient, de manière générale, revues à la baisse et que les acteurs modèrent leurs besoins de surfaces nouvelles. ”

de travail, de limiter les besoins de surfaces.

L'évolution des usages avec la démocratisation du télétravail, combinée à une récession économique, pourrait donc potentiellement déclencher une forte baisse de la demande de surfaces tertiaires.

Cette analyse est toutefois à modérer par l'expert selon deux angles. Tout d'abord, il est difficile d'évaluer l'ampleur de la récession économique et sa durée. D'autre part, l'évolution du télétravail doit être considérée avec circonspection : sa généralisation n'est pas encore assurée, et, par ailleurs, les entreprises avaient, au cours de la dernière décennie, nettement diminué le ratio de surfaces occupées par poste (jusqu'à 8 à 10 m² par poste dans certains cas), ce qui avait engendré des open spaces trop denses et trop bruyants. Au point que certains utilisateurs avaient initié une démarche inverse avec le déploiement « d'espaces collaboratifs et conviviaux ». Ainsi, le télétravail pourrait donc également servir à déployer plus encore ce type d'organisation spatiale, sans nécessairement se traduire par une compression systématique des surfaces de bureaux.

6. VERS UNE ÉVOLUTION DIFFÉRENCIÉE SELON LA TYPOLOGIE DE BIENS ?

Il n'existe pas, en matière d'immobilier, de marché national unifié et standardisé, mais une juxtaposition d'une multitude de sous-marchés avec leurs spécificités propres.

Les tendances macroéconomiques consécutives à la COVID-19 pourraient ainsi conduire à un marché à deux vitesses, avec d'un côté des actifs dit « prime » recherchés par les utilisateurs et donc les investisseurs, et, d'un autre côté, des actifs dits « secondaires », moins recherchés par les utilisateurs et dont la valeur vénale sera décotée par les investisseurs.

6.1. analyse différenciée selon l'emplacement

La récession sera plus marquée pour les surfaces dites de *back-office*, c'est-à-dire les grands plateaux de bureaux organisés en open spaces dans des

localisations périphériques souffrant déjà d'un taux de vacance élevé. En effet, ces types d'immeubles, souvent des tours de bureaux à la configuration très verticale (au sens figuré comme au sens premier), ne correspondent plus vraiment aux usages actuels. Le recours au télétravail est ainsi susceptible de s'intensifier pour cette catégorie de biens.

À l'inverse, les bureaux dans le quartier central des affaires, notamment les petites et moyennes surfaces pourraient connaître une tension, dans la mesure où dans une organisation qui verrait le télétravail se généraliser, il serait d'autant plus primordial de pouvoir bénéficier de locaux dits « de réception », c'est-à-dire des locaux prestigieux, tant en termes d'adresse que de standing, afin d'asseoir l'image de marque de l'entreprise dans ses relations d'affaires.

6.2. analyse différenciée selon la conception des surfaces

Le rapport au travail a connu de profondes mutations sociétales (hyper connexion, générations Y et Z, organisations structurées en équipes-projets polyvalentes moins hiérarchisées, etc.) et l'organisation spatiale des lieux de travail a suivi cette tendance. Ainsi, les actifs de dernière génération, bénéficiant d'espaces de travail agréables, lumineux et modulaires, à basse consommation et ouverts sur leur environnement, localisés dans des zones tertiaires recherchées, seront favorisés par les utilisateurs.

À l'inverse, les actifs « secondaires » structurés horizontalement, hiérarchiquement, avec de faibles hauteurs sous plafond, de petits plateaux et selon un modèle de densification purement fonctionnel, apparaîtront désuets au regard des usages actuels et seront vraisemblablement délaissés par les utilisateurs, d'autant plus qu'ils se situent dans des zones géographiques moins attractives.

SYNTHÈSE : L'EXPERT FACE À UN MARCHÉ EN MUTATION

L'analyse des traits communs aux trois dernières crises du marché de l'immobilier tertiaire met en évidence des similitudes frappantes avec la crise actuelle :

situation de surproduction de l'offre de surfaces de bureaux, choc économique exogène, etc.

Cette crise sanitaire met également en évidence une profonde évolution du rapport des salariés tertiaires au travail (nomadisme, organisation agile en mode projets, sensibilité aux enjeux environnementaux et sociaux, etc.) et donc de leur appréciation des espaces de travail.

“ Cette crise sanitaire pourrait bien jouer un rôle de catalyseur quant à l'évolution des usages des surfaces de bureaux. ”

Ainsi, cette crise sanitaire pourrait bien jouer un rôle de catalyseur quant à l'évolution des usages des surfaces de bureaux et la conception sociétale du lieu de travail. Elle se traduira vraisemblablement par une accélération de l'obsolescence de certains biens immobiliers.

L'expert immobilier devra ainsi intégrer cette nouvelle donnée dans ses évaluations. Afin d'estimer les valeurs vénales et locatives de biens immobiliers à usage tertiaire, il sera impératif de positionner le bien objet de l'expertise dans son environnement de marché, notamment selon les deux axes d'analyse évoqués : attractivité tertiaire du secteur et conformité de la configuration du bien aux usages.

L'expert devra également apprécier la situation de marché et mesurer son évolution, grâce à certains indicateurs clés (taux de vacance, demande placée, etc.).

Le juste positionnement de l'immeuble expertisé dans son marché permettra, au regard notamment des termes de comparaison relevés par l'expert, de fiabiliser l'estimation de l'expert dans un marché en forte mutation.

NOTES

1. Federal Reserve (banque centrale américaine).
2. Selon le GIE « IMMOSTAT ».
3. Selon le « Paris Office Crane Survey ».