

Digitalisation et télétravail, défis et opportunités sur le marché des bureaux

Par Pierre Schoeffler, Conseiller du Président du Groupe La Française,
et Philippe Depoux, Président de La Française Real Estate Managers

Septembre 2021

SOMMAIRE

Le télétravail, marqueur de la digitalisation accélérée de l'économie	p. 2
La diffusion du télétravail	p.2
Télétravail et marché des bureaux	p.2
Impact du télétravail sur la valorisation du marché des bureaux	p. 3
Prime de risque sur le marché des bureaux	p.3
Modélisation de l'impact du télétravail sur le prix des bureaux.....	p.5
Impact du télétravail sur la productivité des entreprises.....	p. 5
Les observations liées au confinement	p.6
Effets positifs du télétravail sur la productivité	p.6
Effets négatifs du télétravail sur la productivité	p.7
Effets combinés du télétravail sur la productivité	p.8
Télétravail et immobilier résidentiel : effet structurel sur la répartition du territoire	p. 9
Effet de la pandémie sur le régime d'inflation et l'indexation des loyers	p. 9
Conclusion	p. 12

LE TÉLÉTRAVAIL, MARQUEUR DE LA DIGITALISATION ACCÉLÉRÉE DE L'ÉCONOMIE

Que retiendra-t-on de l'année 2020 dans 10 ans ? La pandémie bien sûr mais aussi et surtout la formidable pénétration de la digitalisation dans les usages de consommation et de travail. Car, comme souvent, derrière toute grande crise se cache un événement structurant qui semble relativement anodin au premier regard. La crise financière des TIC (Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication) de 2001 a occulté l'entrée de la Chine dans l'OMC, catalyseur d'une puissante accélération de la globalisation, et la crise financière globale de 2007 a occulté le lancement de l'iPhone, objet de communication devenu indispensable dans la vie de tous les jours pour des milliards d'individus. Le télétravail est un des marqueurs de cette digitalisation accélérée, il est facilité par l'évolution des modes de travail dans les entreprises depuis de nombreuses années, notamment le développement du management par projet et des structures d'organisation matricielles.

La diffusion du télétravail

Avant la crise, l'utilisation du travail était très variable selon les pays, les secteurs d'activité, les professions et les entreprises. Selon la DARES, au cours du confinement du printemps 2020, 25% des salariés en France ont été en situation de télétravail à temps plein alors qu'auparavant cette pratique ne concernait que 3 % des salariés et uniquement dans un cadre de télétravail partiel (au moins un jour par semaine). Cette révolution des pratiques de travail qui a nécessité la levée de nombreux freins culturels, techniques et réglementaires s'est déroulée en quelques semaines alors que les évolutions dans le monde du travail s'inscrivent normalement sur des décennies. Le monde économique a soudain compris l'ampleur de la transformation en cours quand l'INSEE a estimé que 40 % des emplois en France pourraient être effectués partiellement en télétravail. Une fois les mesures de confinement complètement et définitivement abandonnées, il est devenu évident que le télétravail n'allait pas revenir au niveau d'avant crise et qu'il allait s'imposer durablement comme un mode pérenne d'organisation et de pratique du travail.

A quelle vitesse se diffuse le télétravail « d'après crise » ? Rapidement semble-t-il. D'après Adecco, 12% des emplois en Europe sont en télétravail partiel mi-2021 contre 3% un an auparavant. Cette diffusion est très variable d'un pays à l'autre et d'un secteur à l'autre. Les pays du Nord de l'Europe sont culturellement plus enclins à développer cette pratique et c'est dans les professions très qualifiées des services à forte intensité de connaissances tels que les services professionnels ou liés aux TIC qu'il est le plus pratiqué. Il l'est moins dans les activités manufacturières et les services marchands à moindre intensité de connaissances, tels que le commerce de gros, de détail et les transports, ainsi que parmi les professions qui exigent une présence physique pour effectuer un grand nombre de tâches tels que le personnel soignant et les ouvriers de production. Le télétravail est malgré tout relativement fréquent dans certaines professions moyennement ou peu qualifiées, notamment les agriculteurs qualifiés et les vendeurs ambulants. Finalement, un nouveau type d'inégalité sur le marché du travail naît de l'éligibilité ou non au télétravail selon les postes de travail.

Télétravail et marché des bureaux

Les entreprises s'adaptent au télétravail parce qu'elles constatent l'appétence de leurs salariés et les économies de coûts qu'elles peuvent réaliser, notamment en matière d'immobilier. Pour le marché d'immobilier de bureaux, le télétravail rime en effet avec emplois de bureaux « en moins » et donc moins de demande placée et d'absorption nette toutes choses égales par ailleurs. De quel ordre de grandeur parle-t-on ? Sur le parc de bureaux de l'Île-de-France, le plus important d'Europe avec environ 50 millions de m² de surface occupée, 2,5 millions de personnes sont employés dans des bureaux fin 2020. Si 40 % des emplois seront effectivement effectués en télétravail comme l'estime l'INSEE et considérant que deux jours de télétravail deviennent la norme pour ces emplois, le nombre d'emplois de bureaux « en moins » sera donc potentiellement de 400 000¹. Sachant que l'empreinte en surface d'un emploi de bureaux est de 20 m², c'est donc 8 millions de m² qui disparaîtraient potentiellement de la demande. Il est néanmoins irréaliste de considérer que l'économie de surface porte sur l'intégralité des emplois de bureaux en moins pour des raisons d'organisation du travail. Considérons que l'économie de surface ne représente que la moitié du potentiel, la vacance potentielle liée au télétravail reste importante à 4 millions de m², soit 8 % de la surface du parc occupé. Il est également irréaliste de considérer que le plein potentiel de télétravail soit atteint instantanément, la pratique va se diffuser progressivement dans les entreprises. Pour une durée de diffusion de dix ans, le nombre d'emploi de bureaux en moins serait de 40 000 par an et la demande placée annuelle en moins représenterait 400 000 m², ce qui correspond à 16 % de la demande placée annuelle moyenne historique sur les dix ans précédant 2019 inclus et 80 % de l'absorption nette annuelle moyenne. Néanmoins la hausse de la productivité induite par le télétravail (cf. infra) conjuguée à la hausse du nombre d'emplois de bureaux due à la démographie positive et à la tertiarisation de l'économie française devrait compenser cet impact négatif dans les prochaines années.

Avec le télétravail, le marché des bureaux est donc bien confronté à une mutation structurelle dans son équilibre entre offre et demande. Cette mutation va avoir de profonds conséquences sur la conception des espaces de travail, la construction et la structuration du marché des bureaux, ainsi que sur l'évolution de la relation entre bailleurs et locataires liée au besoin accru de flexibilité des entreprises. D'autres segments d'immobilier d'entreprise en France ont subi depuis vingt ans des mutations de grande ampleur : baisse des surfaces de bâtiments industriels, forte augmentation des surfaces d'entrepôts, transformation des surfaces commerciales et des métiers de l'hôtellerie, apparition de nouveaux segments d'investissement immobilier comme les data centers. Ces évolutions de grande ampleur ont été provoquées par la digitalisation croissante de l'économie (*e-commerce, digital platforms, cloud computing*) pour une grande part mais aussi par un changement dans la dynamique économique des territoires autrefois centrée sur la création de valeur ajoutée tirées de la compétitivité industrielle et maintenant alimentée par le moteur de revenus qui se dépensent localement. Elles constituent autant de défis que qu'opportunités.

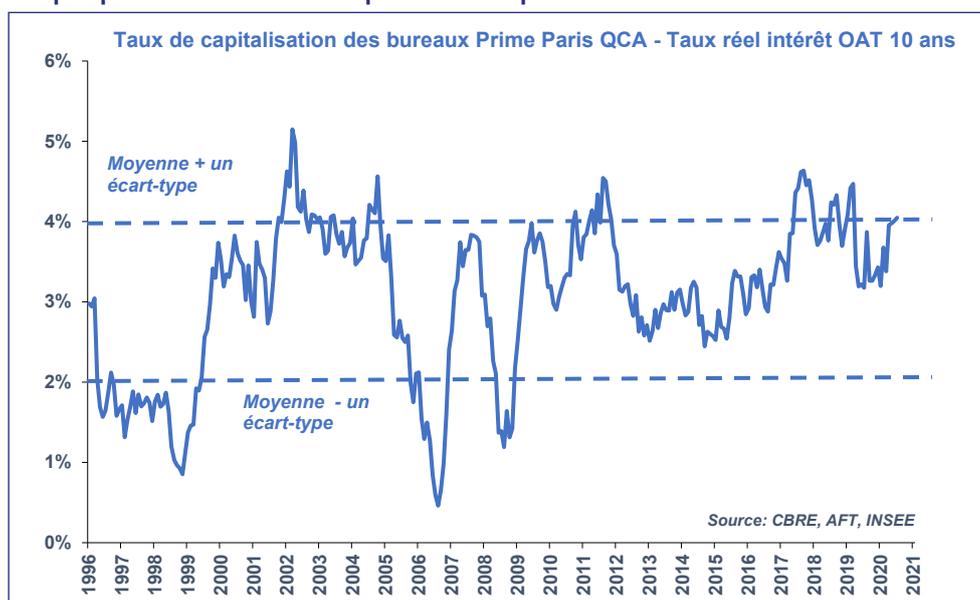
« Avec le télétravail, le marché des bureaux est donc bien confronté à une mutation structurelle dans son équilibre entre offre et demande. »

IMPACT DU TÉLÉTRAVAIL SUR LA VALORISATION DU MARCHÉ DES BUREAUX

Prime de risque sur le marché des bureaux

Cette mutation intervient sur un marché des bureaux en France à l'équilibre. Ainsi que le montre le graphique 1, sur le marché phare des bureaux Prime Paris QCA pour lequel les données sont disponibles sur longue période, la prime de risque, différence entre le taux de capitalisation des bureaux et le taux d'intérêt réel sur les OAT 10 ans², est proche d'un plus haut sur un historique calculé depuis le creux de la crise immobilière des années 1990 :

Graphique 1 : Evolution de la prime de risque sur les bureaux Prime Paris QCA



La hausse de cette prime depuis 2015, la portant au-delà de sa moyenne augmentée d'un écart-type, est la conséquence directe de l'adoption de la politique d'assouplissement quantitatif de la BCE, qui a entraîné la chute du taux des OAT 10 ans. La BCE estime à 100 points de base l'impact de sa politique d'achats d'actifs sur les taux des emprunts d'état à long terme, et estime à au moins cinq ans le temps nécessaire pour que les taux d'intérêt remontent à la normale lorsque cette politique cessera d'être effective. Le marché des bureaux n'a donc pas subi pleinement la contagion des taux d'intérêt négatifs, se réservant une marge de sécurité car une hausse du taux de l'OAT 10 ans de 100 points de base ne ferait que ramener la prime de risque à son niveau moyen historique de 3 %.

Plus précisément, la prime de risque sur le marché des bureaux est la somme de trois composantes : une prime de risque d'obsolescence, une prime de risque d'illiquidité et une prime de risque locatif. Ces primes rémunèrent des risques clairement identifiés mais elles ne sont pas indépendantes les unes des autres. La prime de risque d'obsolescence est exigée pour couvrir les investissements en capital nécessaires au maintien du bâtiment en état durant sa durée de vie économique. Elle est de 2 % pour une durée de vie économique typique de 50 ans. Cette prime est modulée en fonction de la localisation, de la qualité du

² - La rentabilité attendue des bureaux est déduite de l'actualisation à l'infini des loyers supposés indexés sur l'inflation. Dans la réalité l'indexation sur long terme des loyers comporte également une composante de croissance réelle du PIB formalisée dans le mode de calcul de l'ILAT.

bâtiment et de la flexibilité de ses usages. Elle est aussi impactée par les exigences d'efficacité énergétique dans la lutte contre le réchauffement climatique. La prime de risque d'illiquidité s'analyse comme un coût de portage durant le délai nécessaire pour la cession d'un immeuble, typiquement de l'ordre de six mois. Avec les taux de financement extrêmement bas actuels, cette prime est faible. Mais elle peut rapidement progresser si la volatilité des prix de bureaux augmente. La prime de risque locatif est liée aux fluctuations de loyer et de vacance, elles-mêmes dépendantes de l'offre et de la demande locative. Elle est observable de deux façons : par la volatilité des prix de marché de bureaux et par la prime de risque de crédit sur le marché obligataire. Formellement, la volatilité des prix de bureaux implique une exigence de rémunération égale à la moitié de la variance des prix³. Appliqué à la volatilité annuelle historique des prix des bureaux Prime Paris QCA sur longue période de l'ordre de 15 %⁴, cela correspond à une prime de 1 %. Sur le marché du crédit, la reprise d'après crise est tellement forte grâce aux mesures de soutien public que les entreprises reconstituent rapidement leur solvabilité dégradée. Les notations des obligations d'entreprise sont revues fortement à la hausse aux USA et en Europe et les écarts de taux entre obligations d'entreprise et emprunts d'Etat sont revenus en dessous de leur niveau pré-pandémie. En Europe l'écart sur le segment Investment Grade est de 65 points de base mi 2021 contre 70 fin 2019 après avoir culminé à 115 en mai 2020 et l'écart sur le segment High Yield est de 285 points de base mi 2021 contre 310 fin 2019 après un plus haut à 500.

Modélisation de l'impact du télétravail sur le prix des bureaux

L'impact du télétravail sur le prix des bureaux peut être modélisé au travers de la relation entre emplois de bureaux et revenus locatifs. Les données de l'IEIF sur l'emploi de bureaux, les taux de vacance et les loyers en Île-de-France sur les vingt dernières années jusqu'à 2019 inclus permettent de relier statistiquement les variations de loyers et du taux de vacance à celles de l'emploi de bureaux⁵, d'où on déduit les variations de revenus locatifs. Le prix des bureaux est obtenu en actualisant les revenus locatifs futurs au taux de l'OAT 10 ans augmenté de la prime de risque moyenne historique de 3 % sur une période de détention de dix ans⁶. Dans le cadre décrit plus haut de 40 000 emplois en moins, le revenu locatif annuel en Île-de-France baisse de 6 % et les prix des bureaux de 11 %. Il s'agit d'une baisse moyenne. La valorisation des bureaux pouvant accueillir des modes de travail hybrides sera soutenue par le déploiement du télétravail puisque certaines entreprises actuellement logées dans des locaux ne permettant pas d'accueillir ces modes de travail vont devoir déménager pour des actifs répondant aux nouveaux usages et l'offre de tels actifs est relativement limitée. D'autre part les actifs appartenant au core du core apparaissent protégés.

Toutes choses égales par ailleurs, il faudrait une compression de la prime de risque de 35 points de base pour compenser l'impact de la baisse des revenus locatifs lié au télétravail sur les prix de bureaux. C'est tout à fait gérable compte tenu de la marge de sécurité mentionnée plus haut. D'autant que la dégradation anticipée du marché de l'emploi n'a pas eu lieu, le taux de chômage en France est revenu à son niveau pré-pandémie de 8 % alors qu'un niveau de 9 % était anticipé en 2011 par la Banque de France, voire de 11% pour les prévisions les plus alarmistes. Un tel niveau de 9 % aurait correspondu à 40 000 emplois de bureaux en moins par an en Île-de-France, un impact de même grandeur que celui du télétravail, et un niveau de 11 % à 130 000 emplois de bureaux en moins.

3 - Dans le cadre d'un processus gaussien de marche aléatoire des prix

4 - La volatilité de l'indice MSCI de rendement en capital des bureaux Paris QCA est plus faible, de l'ordre de 8 %, la différence tient au fait que l'indice MSCI est construit à partir des valeurs d'expertise alors l'indice CBRE est construit à partir des valeurs de transactions

5 - Variation des loyers de bureaux = 1,9 x Variation des emplois de bureaux - 1 % avec une corrélation de 54% et Delta du Taux de vacance = -0,4 x Variation des emplois de bureaux + 1 % avec une corrélation de -67 %. Cette approche est inspirée du cadre méthodologique d'analyse de l'impact du chômage sur les marchés de bureaux européens développé par la Banque de France

6 - Cette durée de détention correspond au taux moyen historique de rotation annuelle de 10 % sur le marché des bureaux

IMPACT DU TÉLÉTRAVAIL SUR LA PRODUCTIVITÉ DES ENTREPRISES

Le télétravail soulève de nombreuses questions comme celles relatives au bien-être des employés ou celles liées à l'apparition d'un nouveau type d'inégalité alors que l'éligibilité au télétravail diffère selon les postes de travail. Une autre dimension importante pour l'avenir du télétravail est celle des gains de productivité dont bénéficieraient les entreprises et plus globalement les économies.

Cette question est clé pour la conjoncture sur le marché de l'immobilier de bureaux car une valeur ajoutée par employé en hausse a pour corollaire une augmentation de la solvabilité des entreprises et la possibilité de payer sur le long terme des loyers plus élevés pour les postes en présentiel.

Pour ce faire, il est nécessaire de considérer les changements de productivité incorporant l'ensemble des facteurs de production, travail comme capital, car les gains ou pertes de productivité ne se résument pas aux gains ou pertes mesurés individuellement au niveau de chaque salarié.

Les observations liées au confinement

Qu'en est-il exactement ? Les études de l'INSEE et de l'OCDE sur l'année 2020 du grand confinement sont encore très partielles. Néanmoins quelques observations peuvent déjà être faites sur le travail en distanciel.

La première observation est que le passage au télétravail obligatoire pendant le confinement en France a entraîné une hausse du nombre d'heures travaillées de 1h à 2h30 par semaine. Ceci est bénéfique pour la production dans son ensemble mais n'a pas forcément d'incidence sur la productivité.

La deuxième observation est que les effets du télétravail, corrigé des effets de conjoncture, sur la productivité globale des facteurs pendant le confinement en France ont été vraisemblablement négatifs, de l'ordre de 2%. Cette baisse est tirée par les entreprises les plus petites, qui n'exportent pas, versent des salaires inférieurs à la moyenne de leur secteur et s'engagent le moins dans des activités de recherche et développement. On peut l'expliquer par le caractère obligatoire du télétravail, en effet les employés volontaires pour le télétravail sont en général ceux pour lesquels les effets positifs du télétravail sur la productivité sont les plus grands. Ces employés travaillent en général déjà pour les entreprises les plus productives. A l'inverse, les effets négatifs du télétravail sont les plus grands lorsque celui-ci s'applique à un grand nombre d'employés non volontaires.

La troisième observation relevée aux Etats-Unis au premier semestre 2021, à la sortie de l'année de confinement, est la forte augmentation de la productivité de plus de 5% en rythme annuel dans le secteur des services, un secteur traditionnellement peu sujet à de forts gains de productivité. Ce chiffre est en nette rupture avec le 1% habituel de cette statistique depuis trente ans. La question de ce faible taux de croissance alors que la révolution digitale se diffuse depuis longtemps est jusqu'à présent une énigme pour les économistes. Est-ce une erreur de mesure, un phénomène normal de temps de latence (il a fallu des décennies pour que la productivité apportée par l'électricité au secteur industriel ne se manifeste au travers du changement des outils de production) ou est-ce plus fondamentalement, comme le soutient Robert Gordon, la preuve que cette technologie facilite le traitement de l'information sans améliorer le moins

du monde l'efficacité réelle des économies ? Il est possible que la crise sanitaire vienne apporter un verdict sur ce sujet.

Ces quelques observations sont insuffisantes pour caractériser de manière générale les effets potentiels du télétravail sur la productivité étant donné le caractère inédit du confinement et l'exceptionnelle fluctuation dans la production entraînée par les mesures sanitaires. Le passage au télétravail obligatoire a été en effet réalisé dans les conditions défavorables d'une expérience forcée, sans concertation préalable, sans matériels adaptés, et sans que ni les employés ni leurs managers n'aient été préparés et formés. L'environnement a pu aussi parfois ne pas favoriser le travail effectif comme en cas de présence d'enfants lorsque les structures scolaires étaient fermées pour des raisons sanitaires.

Il est donc nécessaire de prendre du recul dans la réflexion en s'appuyant sur les nombreuses études et recherches réalisées depuis des années par les instituts de conjoncture des grands pays développés et le monde académique qui ont permis d'identifier des canaux de transmission entre le télétravail et la productivité.

Effets positifs du télétravail sur la productivité

Un premier canal passe par une plus grande motivation des télétravailleurs, génératrice d'une plus grande efficacité, induite par l'augmentation du bien-être lié à la flexibilité et à l'autonomie sur le choix du lieu de travail et de l'organisation entre vie professionnelle et vie personnelle. Ce mécanisme est conforté par une moindre fatigue liée à l'économie du temps de transport, une partie de ce temps pouvant être réallouée au travail. La diminution du nombre des réunions moins essentielles facilite également la concentration sur le travail. L'absentéisme est globalement réduit et les coûts de recrutement sont susceptibles de baisser si les départs volontaires et le taux de rotation du personnel diminuent.

Un deuxième canal est lié à la baisse du besoin en capital immobilier lié à l'économie de surface associée au télétravail. Pour un niveau donné de productivité du travail, il se traduit par un gain de productivité du capital par réduction des coûts de loyers.

Un troisième canal passe par la baisse des coûts de main-d'œuvre dans la mesure où le télétravail donne accès à un bassin de travailleurs élargi, propre à accroître l'offre de compétences et à améliorer l'appariement entre postes et recrues. Il permet en particulier aux entreprises de recruter des travailleurs très qualifiés qui, pour des raisons personnelles, sont attachés à un lieu spécifique.

Un quatrième canal repose sur l'accélération de la numérisation de l'économie et de la diffusion des technologies digitales favorisés par le télétravail. Cet effet favorable serait progressif et ne deviendrait significatif qu'à moyen terme.

Effets négatifs du télétravail sur la productivité

Un premier canal passe par la possibilité d'une moindre satisfaction des télétravailleurs, et donc d'une moindre efficacité, entraînée par le sentiment

d'isolement, de travail supplémentaire dissimulé et le brouillage de la frontière entre les sphères privée et professionnelle. A plus long terme, le sentiment d'appartenance au collectif peut aussi s'étioler petit à petit.

Un deuxième canal est lié au fait que le télétravail, en réduisant le nombre d'interactions physiques, entrave la communication, la circulation des connaissances entre les employés et le processus d'acquisition de compétences par la pratique. Les réunions en face à face sont en effet propices à une communication plus performante que ne le sont d'autres formes d'échange à distance tels que le courrier électronique ou les réunions en visioconférence. En conséquence, l'innovation et avec elle la croissance de la productivité à long terme pourraient pâtir du télétravail car elle dépend dans une mesure importante du partage des connaissances, des rencontres fortuites et des interactions informelles (sérendipité) qui se produisent lorsque des personnes partagent le même espace physique.

Un troisième canal concerne le contrôle hiérarchique. Dans la mesure où la supervision du personnel s'exerce au moyen d'interactions en face à face et d'une présence physique, le télétravail pourrait le compliquer et aggraver les problèmes mandant-mandataire, par exemple la propension à se soustraire à ses responsabilités. Le télétravail impose d'évaluer la performance à l'aune non plus des moyens engagés en temps travaillé mais des résultats obtenus, démarche qui implique de renoncer partiellement à contrôler les employés et en principe, offre à ces derniers davantage de possibilités de lever le pied. Néanmoins, avec la transformation numérique, les dirigeants peuvent avoir accès à de plus amples données sur la performance des employés et, in fine, acquérir davantage d'informations qu'ils ne pourraient le faire dans un environnement de bureau classique.

Un quatrième canal se rapporte aux parties prenantes. La raréfaction de la communication en face à face peut avoir un effet négatif sur les liens entre l'entreprise et ses principales parties prenantes, clients et fournisseurs notamment, au risque d'affaiblir la performance commerciale de l'entreprise.

Effets combinés du télétravail sur la productivité

On peut arguer comme le fait l'INSEE que le télétravail a des effets négatifs sur la productivité pour l'accomplissement d'une tâche routinière, mais des effets positifs lorsqu'il s'agit de réaliser une tâche exigeant une forme de créativité. On peut au contraire arguer comme le fait McKinsey que le télétravail augmente la productivité des salariés consacrant une part substantielle de leur temps de travail à des tâches administratives ou répétitives alors que les interactions sur site demeurent essentielles pour les métiers laissant une large part à la créativité et l'innovation.

La force relative des mécanismes positifs ou négatifs du télétravail sur la productivité dépend en fait de deux choses : du degré de préparation de l'entreprise au télétravail et de l'intensité du télétravail.

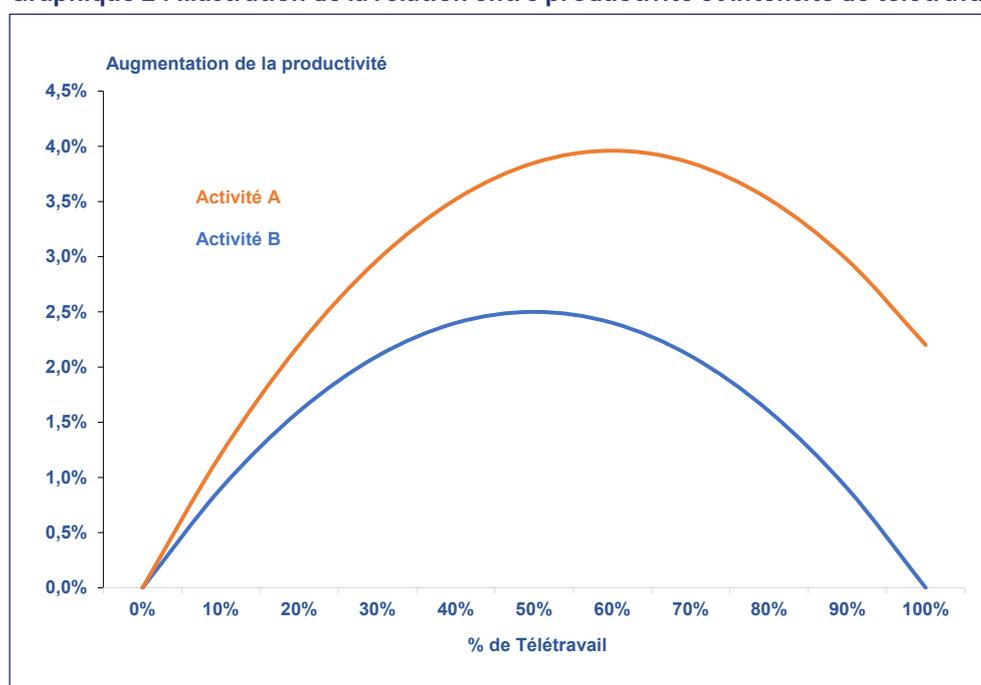
Les effets du télétravail sur la productivité sont d'autant plus positifs et importants qu'il est mis en œuvre dans les entreprises avec l'adhésion des employés accompagnés d'une formation, d'une préparation à ce mode d'organisation et disposant de matériel approprié, en particulier de liaison à haut débit, ainsi qu'avec l'adhésion des managers.

« L'effet positif du télétravail sur la productivité s'exprime à la faveur d'une faible intensité du télétravail puis se mu en effet négatif avec le renforcement de cette intensité car la satisfaction initiale des employés pâtit progressivement d'un sentiment de solitude et du brouillage de la frontière entre les sphères privée et professionnelle. »

L'effet positif du télétravail sur la productivité s'exprime à la faveur d'une faible intensité du télétravail puis se mu en effet négatif avec le renforcement de cette intensité car la satisfaction initiale des employés pâtit progressivement d'un sentiment de solitude et du brouillage de la frontière entre les sphères privée et professionnelle. Il existe une zone optimale caractérisée par une intensité de télétravail intermédiaire, où la

productivité des employés est maximisée, et la forme de cette relation varie selon les secteurs et les activités comme le montre le graphique 2 inspiré de l'OCDE :

Graphique 2 : Illustration de la relation entre productivité et intensité de télétravail



La coopération entre partenaires sociaux et les politiques publiques sont essentielles pour tirer le meilleur profit de cette opportunité d'augmentation potentielle de la productivité. Les politiques publiques doivent veiller à ce que le télétravail reste un choix, elles doivent aussi encourager les mesures permettant aux employés de disposer chez eux d'un environnement de travail adéquat, notamment par la disponibilité d'infrastructures en TIC de qualité, enfin elles doivent faciliter la diffusion des bonnes pratiques managériales conçues en réponse à la progression du télétravail, notamment encadrer l'accès des dirigeants aux données sur la performance des employés. Il faut également tenir compte des exigences de sécurité et de respect de la vie privée, qui vont de la protection contre les cyber-attaques à l'établissement de normes de transparence concernant la collecte de données auprès des employés.

TÉLÉTRAVAIL ET IMMOBILIER RÉSIDENTIEL : EFFET STRUCTUREL SUR LA RÉPARTITION DU TERRITOIRE

Le télétravail va avoir et a déjà certainement un impact indéniable sur le marché de l'immobilier résidentiel. Il développe l'intérêt des ménages pour augmenter la surface de leur habitat afin d'organiser un bureau à la maison ou pour choisir un habitat éloigné de leur lieu d'emploi habituel.

Aux Etats-Unis, les prix de l'immobilier résidentiel subissent une accélération marquée en 2021. A mi-année, le prix médian d'un logement a ainsi dépassé 350 000 dollars pour la première fois, en hausse de 24 % par rapport à l'année dernière. Les aides publiques aux ménages ont certes fait progresser leur solvabilité alors que l'arrêt des chantiers de logements neufs pendant plusieurs mois en raison des confinements et les pénuries de matériaux et de main-d'œuvre continuent de freiner l'offre. Les explications semblent donc plus tenir des effets mécaniques du confinement et des mesures publiques de soutien que des conséquences du télétravail. Il est trop tôt pour en juger.

Les prix des logements en France progressent aussi, de plus de 5 % sur un an à mi 2021. Cette hausse est particulièrement sensible en province. Les prix augmentent moins dans les 10 plus grandes villes de France, avec 3,6 % de croissance sur un an, que dans les 40 villes suivantes, avec 7,2 % de croissance. En comparaison le prix des logements à Paris baisse de 1 %. Le développement du télétravail semble y être pour quelque chose car les ménages disent vouloir quitter les hypercentres urbains et disposer d'un appartement plus grand avec balcon ou d'une maison avec jardin.

EFFET DE LA PANDÉMIE SUR LE RÉGIME D'INFLATION ET L'INDEXATION DES LOYERS

Les effets de base et de rattrapage, ainsi que des pénuries et des goulots d'étranglement liés au redémarrage économique dans un contexte de désorganisation des chaînes de valeur mondiales suite aux mesures sanitaires de fermeture des frontières, entraînent un pic d'inflation en milieu d'année 2021. Mais au-delà de ce phénomène l'inflation à court terme devrait rester modérée car les capacités de production restent abondantes même si un début de tension sur le marché du travail se fait jour, notamment aux Etats-Unis.

A moyen terme, la tendance à la régionalisation des chaînes de production, conséquence du changement de perception des risques économiques lors de la pandémie, entraîne moins d'avantages comparatifs, moins de flux tendus donc plus de stocks à financer avec en sus la constitution de stocks de produits considérés comme stratégiques par chaque pays, plus de pouvoir de négociation des salariés, etc. La pandémie a aussi accéléré la tendance à la déglobalisation de l'économie mondiale à l'œuvre depuis la crise financière globale. Les prix des matières premières industrielles, énergétiques et même technologiques (semi-conducteurs) sont sous tension, laissant augurer d'un nouveau super-cycle de hausse. Néanmoins une grande partie de ces hausses s'expliquent par des phénomènes transitoires car si les pénuries et les difficultés d'approvisionnement reflètent les perturbations de

l'offre occasionnées notamment par les mesures sanitaires, elles proviennent aussi de la forte demande de biens d'équipement informatiques dans les économies développées.

« Le régime d'inflation de basse intensité de l'ordre de 1 à 2 % par an, frisant la déflation en zone euro, entretenu par une certaine langueur de la croissance suite à cette crise, va vraisemblablement être remplacé par un régime stable d'inflation plus forte de l'ordre de 2 à 3 % par an aux Etats-Unis, un peu moins en zone euro. »

Le régime d'inflation de basse intensité de l'ordre de 1 à 2 % par an, frisant la déflation en zone euro, entretenu par une certaine langueur de la croissance suite à cette crise, va vraisemblablement être remplacé par un régime stable d'inflation plus forte de l'ordre de 2 à 3 % par an aux Etats-Unis, un peu moins en zone euro. Il ne devrait pas y avoir de dérapage sous la forme d'une spirale d'inflation auto-renforcée prix-salaires car ceux-ci ne sont plus indexés sur l'inflation depuis longtemps (en France

depuis 1982) et la force désinflationniste de la digitalisation et de la robotisation s'intensifie dans le sillage de la crise pandémique.

A long terme, la persistance de politiques monétaires et budgétaires très expansives nourrit l'inquiétude de la génération d'une forte inflation par débasement monétaire. Reste que la création monétaire excessive n'est qu'une condition nécessaire d'emballlement de l'inflation mais pas une condition suffisante, il faudrait que la vitesse de circulation de la monnaie progresse. Or, depuis que les Banques centrales ont adopté une politique de taux directeurs quasi nuls ou négatifs, la vitesse de circulation de la monnaie s'est effondrée, car les ménages épargnent davantage pour garder une rémunération nominale constante, mais les choses peuvent changer rapidement si les taux remontent. En zone euro se rajoute la crainte que la priorité de la BCE n'est plus seulement d'assurer la stabilité des prix mais également de soutenir les finances publiques des pays de la zone et de garantir sa cohésion.

Contrairement aux salaires, les loyers sont indexés sur l'inflation, ce qui rapproche l'immobilier des obligations indexées. Le risque de perte de valeur réside dans la hausse du taux des emprunts d'Etat en réponse aux anticipations inflationnistes, taux qui conditionne le taux d'actualisation des loyers utilisé pour valoriser l'immobilier. Historiquement, durant les périodes de forte accélération de l'inflation comme les années 1970, l'effet d'indexation a dominé l'effet du taux d'actualisation. Durant cette période, l'immobilier de bureaux a progressé et s'est bien mieux comporté que les obligations.

Le comportement de l'immobilier de bureaux en univers inflationniste est régi par deux phénomènes : d'abord la constatation que les taux d'intérêt réagissent avec retard au changement de rythme inflationniste car les anticipations inflationnistes sont longues

« La relation entre le taux de capitalisation des bureaux Prime Paris QCA et le taux des OAT 10 ans n'est pas linéaire, elle s'apparente à un profil de toboggan. »

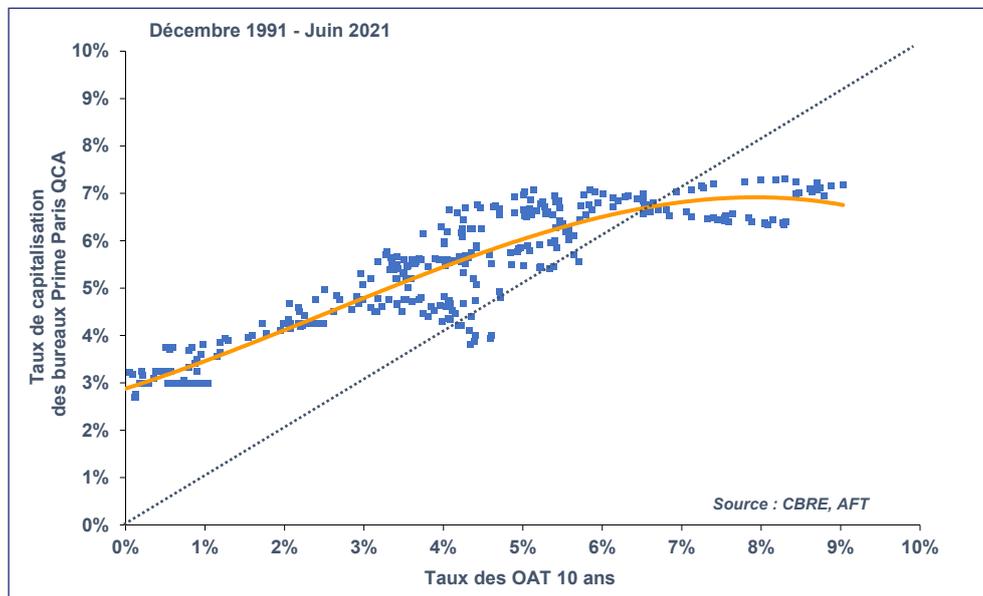
à ancrer, et ensuite le fait que, contrairement aux actifs financiers dont l'amplitude des fluctuations de prix n'a pas de limites, l'immobilier est un actif réel contraint dans ses fluctuations de prix.

La relation entre le taux de capitalisation des bureaux Prime Paris QCA et le taux des OAT 10 ans depuis l'adoption du traité de Maastricht début 1992, qui marque le début d'une période

homogène en termes de politique monétaire avec le projet puis la réalisation de l'euro et l'abandon du contrôle de la croissance monétaire au bénéfice de la fixation de taux directeurs pour la conduite de cette politique, n'est pas linéaire,

elle s'apparente à un profil de toboggan, ou plus exactement elle correspond à un profil de stratégie *collar* sur les options (achat de put financé par vente de call) comme le montre le graphique 3. La courbe comporte deux points d'inflexion : la pente du taux de capitalisation est de 0,4 pour des taux d'intérêt inférieurs à 2 %, de 0,7 pour des taux d'intérêt entre 2 et 6 % et de 0,0 pour des taux d'intérêt supérieurs à 6 %. En effet quand les taux d'intérêt baissent beaucoup, la prime de risque sur l'immobilier, relativement incompressible, empêche le taux de capitalisation de baisser autant, et quand les taux d'intérêt augmentent beaucoup, le taux de capitalisation est limité par la capacité des entreprises de payer des loyers élevés et le caractère d'actif de rareté de l'immobilier, lié au foncier, qui empêche les prix de s'effondrer. L'immobilier de bureaux comporte ainsi implicitement une couverture à la baisse des prix quand les taux d'intérêt augmentent beaucoup, compensé par un moindre potentiel de hausse des prix quand les taux d'intérêt baissent beaucoup.

Graphique 3 : Relation entre taux de capitalisation des bureaux Prime Paris QCA et taux d'intérêt



La relation est d'autant plus complexe que le taux de capitalisation réagit avec un certain décalage à la hausse des taux d'intérêt : à chaque période de hausse prononcée du taux des OAT 10 ans (décembre 1993, décembre 1998, juin 2005), il a fallu attendre que ce taux touche le niveau du taux de capitalisation pour que ce dernier réagisse et se tende.

Au final, la corrélation sur dix ans glissants entre les variations de prix des bureaux Prime Paris QCA et le prix des OAT 10 ans est négative depuis le milieu des années 1990. Le décalage entre les mouvements de taux d'intérêt et ceux du prix des bureaux sont une des sources de la capacité de diversification de l'immobilier de bureaux dans un portefeuille obligataire.

CONCLUSION

Par l'accélération de la digitalisation de l'économie, dont le télétravail est une des manifestations, la crise de la Covid-19 pourrait provoquer à terme une augmentation de la croissance potentielle via une accélération de la productivité. C'est là une différence fondamentale avec les crises économiques antérieures, généralement accompagnées d'un ralentissement de la productivité tendancielle et en conséquence d'une baisse de la croissance potentielle.

Pour le marché de l'immobilier d'entreprise, il s'agit d'une mutation sans précédent par sa brutalité et son ampleur. La digitalisation à marche forcée des modes de travail et de consommation modifie de façon structurelle les équilibres fondamentaux entre les différents secteurs immobiliers : bureaux, logements, logistique et commerce, et entre les différents territoires : métropoles, périurbain, villes moyennes, rural, rendant nécessaire une évaluation transversale entre segments et localisations plutôt que verticale par segments. La mutation en cours permettra l'émergence du bâtiment combinant expérience utilisateur, flexibilité et polyvalence des usages, capacité de changement d'affectation, fourniture de service, inclusion dans la ville, apport de sens pour ses occupants et efficacité énergétique. Car comme le souligne le rapport Blanchard-Tirole, le télétravail est aussi un atout pour atténuer le changement climatique et une façon de s'y adapter. De façon plus générale, les progrès de la digitalisation dans l'économie immobilière ont un impact positif sur la diminution des émissions de gaz à effet de serre : des processus de conception qui permettent une industrialisation des techniques de construction (*Building Information Modelling*) à la gestion technique optimisée des bâtiments (*Internet of Things*).

La question de la flexibilité est certainement la plus centrale. Télétravail ne signifie pas forcément travail à domicile et le développement du coworking est un exemple de réponse. Entre confinements, couvre-feux et règles de distanciation sociale, 2020 a été une mauvaise année pour les acteurs du coworking. D'après The Business Research Company, le chiffre d'affaires enregistré par les opérateurs serait en recul de 13 % en 2020. Certains acteurs emblématiques, à l'image de WeWork qui a perdu 3,2 milliards de dollars en 2020, ont été particulièrement touchés. La crise n'explique pas tout. Alors que 2019 avait été une année exceptionnelle, un ralentissement des transactions avait déjà été relevé sur le premier trimestre 2020, juste avant le premier confinement, qui pourrait s'expliquer par le fait que le marché serait arrivé à maturité. Alors que certains opérateurs ont vu leur modèle économique fragilisé par la contraction de la demande et l'augmentation des coûts induits par les règles sanitaires, un mouvement de concentration et de consolidation du secteur pourrait s'observer dans les mois à venir, lui permettant de rentrer dans une nouvelle dynamique grâce à la recherche croissante de tiers lieux accompagnant le développement croissant du télétravail. Les acteurs du coworking pourraient ainsi sortir renforcés de la crise. Leurs espaces, qui ne représentent, pour l'instant que 2 % des surfaces de bureaux en France, pourraient représenter 15 à 20 % du parc d'ici 10 ans.

Pour les investisseurs en immobilier, le télétravail présente donc à la fois un défi et une opportunité. L'offre de prestation de service aux entreprises peut permettre de capter des revenus supplémentaires aux loyers. En réponse à la compression des rendements de l'investissement locatif, corollaire des taux d'intérêt très bas escomptés dans les prochaines années, les investisseurs vont systématiquement chercher à intégrer l'exploitation des immeubles en aval et le développement immobilier en amont afin de capter des revenus supplémentaires. Le modèle du bureau de demain sera de plus en plus semblable avec le modèle hôtelier (services centrés sur le client, effet réseau de bâtiments, gestion d'une communauté, management contract). Le profil de rentabilité et de risque de l'immobilier va en être modifié : plus de rentabilité, plus de volatilité, des cycles plus courts, moins de décorrélation avec les obligations, plus de corrélation avec les actions. C'est un rapprochement du modèle d'investissement en Infrastructure voire en Capital Investissement qui se profile.

DOCUMENT INFORMATIF. CE COMMENTAIRE EST À DESTINATION DES INVESTISSEURS PROFESSIONNELS AU SENS DE LA DIRECTIVE MIF II. Les informations contenues dans ce document sont données à titre d'information et ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. Les éléments d'information, opinions et données chiffrées sont considérés comme fondés ou exacts au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, financier et boursier du moment et reflètent le sentiment à ce jour du Groupe La Française sur les marchés et leurs évolutions. Ils n'ont pas de valeur contractuelle, sont sujets à modification et peuvent différer des opinions d'autres professionnels de la gestion. Il est rappelé, par ailleurs, que les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Publié par La Française AM Finance Services, dont le siège social est situé au 128, boulevard Raspail, 75006 Paris, France, société réglementée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel en tant que prestataire de services d'investissement sous le numéro 18673 X, société affiliée de La Française. Coordonnées internet des autorités de tutelle : Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution www.acpr.banque-france.fr, Autorité des Marchés Financiers www.amf-france.org. La société de gestion de portefeuille La Française Real Estate Managers a reçu l'agrément AMF N° GP-07000038 du 26 juin 2007 et l'agrément AIFM du 24/06/2014 au titre de la directive 2011/61/UE (www.amf-france.org).

