

Laurence Tauzin  
+ 33 (0)1 78 40 92 63  
laurence.tauzin@aeweurope.com

Ken Baccam  
+ 33 (0)1 78 40 92 66  
ken.baccam@aeweurope.com

Directeur de la Publication  
Mahdi Mokrane  
+ 33 (0)1 78 40 92 60  
mahdi.mokrane@aeweurope.com

## Perspectives pour les marchés bureaux en Europe

### Crise économique et loyers de bureaux : Quels marchés résisteront le mieux ?

#### Synthèse

- La situation économique mondiale s'est encore dégradée et les prévisions de croissance des prochaines années ont été revues à la baisse. Ainsi les dernières prévisions à date de février 2009 envisagent le taux de croissance annuel du PIB en Zone Euro à -2,0% en 2009 et 0,7% en 2010, contre 1,4% en 2009 en juin 2008.
- L'emploi de bureaux est fortement touché, mais avec des disparités selon les pôles économiques, parfois au sein d'un même pays. C'est par exemple le cas pour Milan et Rome (Rome devrait davantage souffrir d'un ralentissement du marché de l'emploi), et aussi pour les villes allemandes (la situation à Munich est plus favorable qu'ailleurs en Allemagne).
- Le ralentissement du marché de l'emploi de bureaux a des répercussions déjà visibles sur la demande placée de bureaux en Europe. Les premières diminutions de demande placée ont été enregistrées à Londres, Paris, Madrid, Bruxelles et Stockholm.
- Du côté de l'offre, les taux de vacance ont augmenté depuis le 2<sup>nd</sup> trimestre 2007 dans certains marchés. C'est le cas de Londres, Rome, Barcelone, Madrid, Budapest. Les taux de vacance à Amsterdam et Francfort demeurent toujours à un niveau élevé (plus de 15%).
- Une certaine inertie maintient encore les valeurs locatives faciales prime à un niveau stable. A Londres, le marché s'ajuste (-19% entre le 4<sup>ème</sup> trimestre 2007 et le 4<sup>ème</sup> trimestre 2008 dans la City).
- L'activité d'investissement marque très fortement le pas. Les taux de rendement prime sont d'ores et déjà en hausse dans les marchés européens, et nous envisageons de nouvelles hausses dans les prochaines années (jusqu'à 2010) puis une nouvelle diminution au cours des années ultérieures. Ils s'échelonnent entre 5,75% et 6,25% à Paris QCA en janvier 2009, mais restent faibles à 5,4% au 4<sup>ème</sup> trimestre 2008 à Francfort.

## Nos perspectives

Sur la base du scénario macroéconomique et financier évoqué ci-dessus :

- La demande s'ajustant, l'évolution des valeurs locatives dépendra aussi de l'offre future et des capacités des marchés à contrôler la production neuve de bureaux.
- Dans cet esprit, les mises en chantiers ont tendance à se réduire progressivement, même si Madrid et Barcelone se distinguent encore par des niveaux de mises en chantiers parmi les plus élevés en Europe occidentale (plus de 3,5% du parc par an dans chacune des deux villes). A Madrid, 80% de l'offre en construction est située en périphérie. Cependant, les niveaux de mises en chantier en 2008 sont largement inférieurs à ceux atteints en 2000/2002.
- Selon nous, les valeurs locatives devraient atteindre un creux de cycle vers 2010 dans la plupart des marchés (avec un retard pour certaines villes comme Madrid, où le creux est prévu en 2011).

Sur la base des éléments-clés (macroéconomie, offre future, créations d'emploi de bureaux), il apparaît qu'au cours de la période 2009-2010, Londres City, West End, Madrid, Barcelone, Dublin et Manchester devraient subir des corrections de valeurs locatives plus importantes que dans les autres marchés (baisses de plus de 15% par an en moyenne). Les marchés de Rome, Paris, Budapest devraient subir des corrections moins fortes mais significatives (entre -10% et -15% pa). Les marchés de Vienne, Helsinki, Stockholm, Milan, Bruxelles, Francfort et Lisbonne devraient subir une baisse modérée (entre -10% et -5% pa). Les valeurs locatives prime des marchés tels que Munich, Hambourg, Berlin, Düsseldorf, Copenhague, Athènes, Prague, Varsovie, et Amsterdam devraient rester stables (entre -5% et 0% pa).

Notre analyse montre que l'évolution des paramètres du marché de l'investissement bureaux (attentisme des investisseurs, crainte de récession dure, restriction de crédit) va entraîner sur l'année 2009 une hausse des taux de rendement, et à notre sens, probablement une sur-réaction à la hausse de ces mêmes taux. Une sur-réaction, car nous montrons que les anticipations, même très dégradées, des taux de croissance économique, d'emplois tertiaires, combinées à la maîtrise d'offre neuve de bureaux, à un retour progressif à la normale des marchés de crédits, et à une inflation en baisse sur 2009-2010, dans la plupart des métropoles européennes, ne conduisent pas à des dégradations fortes des loyers nominaux (à l'exception de certains marchés, comme nous l'avons vu dans le paragraphe précédent).

L'illustration de notre propos est le retour récent des intentions positives d'investissement ciblant les marchés de bureaux de Londres pour 2009 (après une année fortement négative 2008), alors que ces intentions sont devenues négatives pour le reste de l'Europe (pour 2009). En effet, on constate dans l'analyse de la dernière enquête réalisée par PMA auprès d'un échantillon d'investisseurs, que leurs intentions d'investissement sont en recul en Italie, Espagne et Portugal et Allemagne. Cela illustre un attentisme exacerbé par la restriction sur les marchés de crédits. Seules les intentions d'investissement au Royaume-Uni et en Irlande augmentent, preuve que les investisseurs sont prêts à se repositionner dès lors qu'ils jugent le « repricing » suffisant.

Malgré l'impact de la crise économique, les marchés bureaux français et surtout allemands (sauf Francfort) nous semblent les plus solides dans le contexte actuel. Une menace en France serait l'indexation des loyers commerciaux actuels, l'ICC, qui a fortement augmenté ces derniers temps (+10,46% par an au 3T08) : l'article L.145-39 du Code du Commerce pourrait s'appliquer pour de nombreux locataires, leur accordant une nouvelle négociation des valeurs locatives aux valeurs de marché, si la croissance cumulée de l'indexation de leur loyer dépasse 25%.

## Situation économique en Europe

Comme nous le disions dans le dernier « Quarterly » (4<sup>ème</sup> trimestre 2008), les croissances des PIB 2008 ont été pires que prévues, malgré les révisions progressives à la baisse par les prévisionnistes. La situation économique mondiale s'est de nouveau dégradée ce trimestre. Ainsi les dernières prévisions à date de février 2009 envisagent le taux de croissance annuel du PIB en Zone Euro à -2,0% en 2009 et 0,7% en 2010, contre 1,4% en 2008 en juin 2008. En Europe, les pays touchés par une forte dégradation du PIB en 2009 seraient l'Irlande, la Grande-Bretagne et l'Allemagne. L'Allemagne doit pâtir d'une baisse de la demande extérieure mondiale (le modèle de croissance allemand étant basé sur les exportations) et aussi une baisse de la demande intérieure (la confiance des ménages allemands a baissé au cours des derniers mois).

### Variations annuelles du PIB par pays 2005-2010

Variations annuelles du PIB	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Grèce	3,80%	4,20%	4,00%	2,90%	0,10%	1,30%
Norvège	4,60%	4,80%	6,20%	2,10%	-0,60%	1,30%
Pays-Bas	1,50%	3,00%	3,50%	1,80%	-1,50%	0,60%
Belgique	2,20%	3,00%	2,60%	1,30%	-1,40%	0,60%
Allemagne	0,80%	2,90%	2,50%	1,30%	-2,50%	0,80%
Espagne	3,60%	3,90%	3,70%	1,10%	-1,90%	0,20%
USA	3,10%	2,90%	2,00%	1,30%	-2,10%	2,00%
<b>Euro Zone</b>	<b>1,80%</b>	<b>3,00%</b>	<b>2,60%</b>	<b>0,80%</b>	<b>-2,00%</b>	<b>0,70%</b>
Suède	2,70%	2,50%	2,70%	0,70%	-1,20%	1,10%
France	1,70%	2,20%	2,10%	0,70%	-1,40%	0,80%
UK	1,80%	2,90%	3,00%	0,70%	-2,60%	0,60%
Portugal	0,70%	1,20%	1,90%	0,20%	-1,40%	0,20%
Italie	0,20%	1,90%	1,40%	-0,70%	-2,30%	0,30%
Irlande	5,90%	5,70%	6,00%	-1,70%	-4,00%	-0,30%

Sources: Consensus Forecasts février 2009, AEW Europe, tri par PIB 2008 décroissant

L'emploi de bureaux est également touché, mais avec des disparités selon les pôles économiques, parfois dans un même pays. C'est par exemple le cas pour Milan et Rome (Rome devrait davantage souffrir d'un ralentissement du marché de l'emploi), et aussi pour les villes allemandes (la situation à Munich est plus favorable qu'ailleurs en Allemagne).

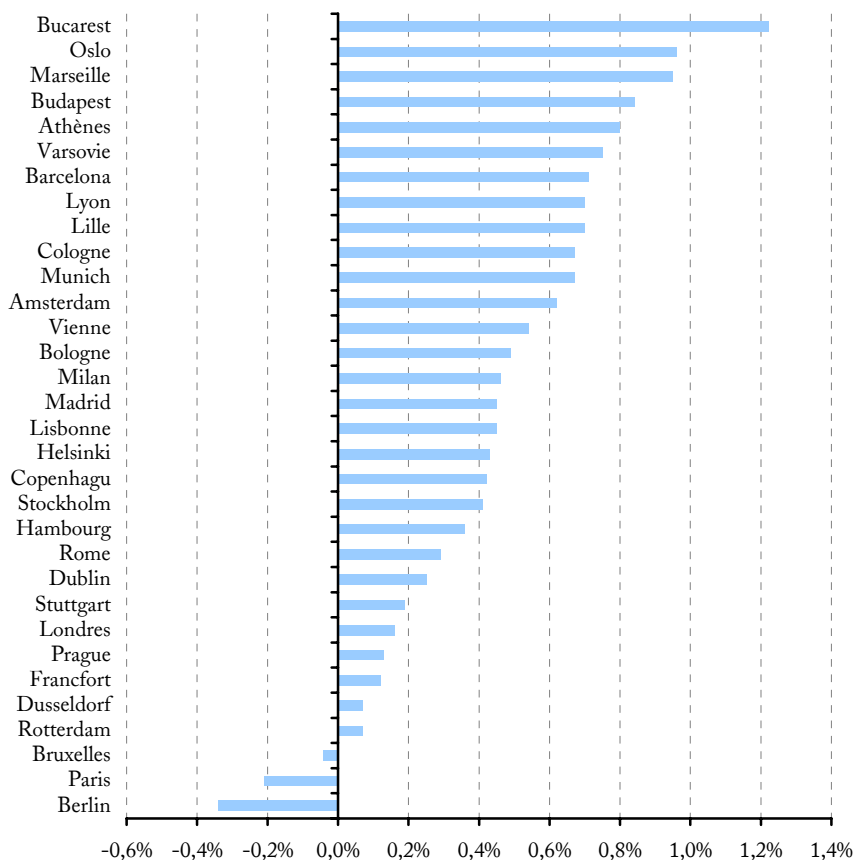
### Perspectives de taux de chômage par principaux pays 2005-2010

Taux de chômage fin d'année	2005	2006	2007	2008	2009	2010
UK	2,7	2,9	2,7	2,8	5,0	6,2
<b>Euro Zone</b>	<b>8,8</b>	<b>8,3</b>	<b>7,5</b>	<b>7,5</b>	<b>8,8</b>	<b>9,5</b>
Allemagne	11,7	10,8	9,0	7,8	8,4	9,4
France	8,9	8,8	8,0	7,4	8,5	8,9
Italie	7,7	6,8	6,1	6,8	7,9	8,4

Sources: Consensus Forecasts février 2009, AEW Europe

La situation économique mondiale s'est de nouveau dégradée ce trimestre

**Prévisions de croissance moyenne annuelle de l'emploi de service  
(% pa) 2008-2015**



Sources: Experian, AEW Europe

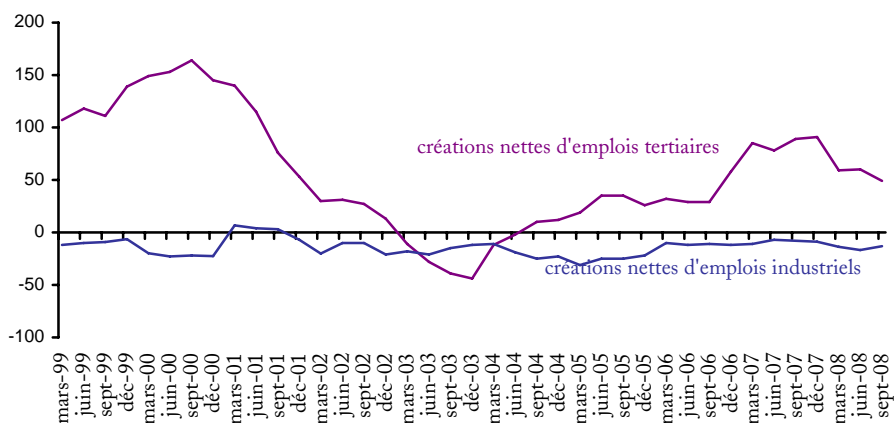
*En période de récession, le poids historique de Paris en termes de centralisation des activités tertiaires devrait se réajuster au profit des métropoles régionales*

*La croissance de l'emploi avait été relativement forte à Berlin ces trois dernières années, ce qui devrait provoquer un contraste encore plus marqué avec les prévisions de suppressions d'emplois*

En Ile-de-France, avec le secteur de l'industrie et le secteur de la construction, le secteur tertiaire devrait souffrir d'une baisse du rythme de création des emplois dans les prochains mois. Dès le début de l'année 2008, on constate que les créations annualisées s'élèvent à 50 000 emplois tertiaires en Ile-de-France, passant en dessous de leur rythme moyen 1999-2007 (57 000 emplois). A ce rythme, et compte tenu de l'ampleur de la dégradation du marché de l'emploi, nous anticipons une phase de création nette d'emplois négative en 2010.

En période de récession, le poids historique de Paris en termes de centralisation des activités tertiaires devrait se réajuster au profit des métropoles régionales. Les investissements étrangers, qui constituaient une partie importante de la croissance de la région, devraient également diminuer. Berlin, quant à elle, souffre d'une croissance démographique en déclin. D'autre part, la croissance de l'emploi avait été relativement forte ces trois dernières années, ce qui devrait provoquer un contraste encore plus marqué avec les prévisions de suppressions d'emplois.

**Créations annuelles d'emplois  
dans l'industrie et dans le secteur des services  
en Ile-de-France (x 1 000 emplois)**



Sources: GARP, AEW Europe

Les perspectives de croissance du PIB redeviendraient positives en 2010 (selon le dernier Consensus Forecasts).

*En Ile-de-France, compte tenu de l'ampleur de la dégradation du marché de l'emploi, nous anticipons une phase de création nette d'emplois négative en 2010*

**Situation dans les marchés des bureaux en Europe**

En Allemagne, le taux de chômage augmente et on s'attend à ce que la croissance du PIB soit fortement négative en 2009 (-1,2 % selon les dernières prévisions Consensus Forecasts). Les taux de vacance sont relativement élevés (le taux de vacance le plus faible a été enregistré à Hambourg avec 8,2% au 4T2008). Cependant, à part à Düsseldorf où les mises en chantier de bureaux ont atteint un niveau relativement haut en 2008 (plus de 4 % du parc de bureaux de Düsseldorf), les mises en chantier ont été modestes pendant ces dernières années.

Tous ces éléments indiquent que bien que nous nous attendions à des conséquences de la récession économique sur le marché des bureaux allemands, nous ne nous attendons pas à de fortes baisses de loyers. L'impact de la crise est visible dans la hausse de la prime de risque d'investissement, qui devra prendre en compte moins de flux d'investissement et des espérances de croissance de loyers légèrement négatives.

En France, le taux de chômage augmente également mais la contraction du PIB prévu en 2009 reste moins importante que la moyenne de l'Union européenne. Les loyers de bureau dans les secteurs principaux (La Défense et Paris QCA) sont volatils et élevés comparés à la Zone Euro. En outre, les normes et les réglementations seront plus restrictives dans les années suivantes, pour améliorer l'accès aux personnes handicapées et le respect de l'environnement. Cela concernera spécifiquement Paris QCA avec sa grande part de constructions haussmanniennes. Les mises en chantier ont été régulées dans les dernières années (moins de 2 % du parc de bureau parisien).

Le taux de vacance total dans la région Ile-de-France était bas au 3T2008 (5 %) mais les derniers chiffres d'Immostat montrent qu'il a augmenté au cours du dernier trimestre (environ 5,5 % en décembre 2008). La demande placée de bureaux a atteint 2 360 000 m<sup>2</sup> en 2008 (un résultat qui satisfait la plupart des observateurs, car ils s'étaient attendu à un volume inférieur), contre 2 756 000 m<sup>2</sup> en 2007 (-17 % entre 2007 et 2008). L'évolution

récente de l'emploi montre que l'industrie (le secteur de construction particulièrement des voitures et biens d'équipement) est en déclin et que la création d'emplois du secteur tertiaire ralentit. Étant donné les perspectives économiques, nous nous attendons à une baisse forte des loyers de bureaux prime en 2009 et 2010 (-12% à -15 % par an), mais ces loyers devraient augmenter les années suivantes. Les flux d'investissement en immobilier commercial ont chuté à 8,5 milliards d'€ en 2008 dans la région de l'Ile-de-France, contre 20,4 milliards d'€ en 2007.

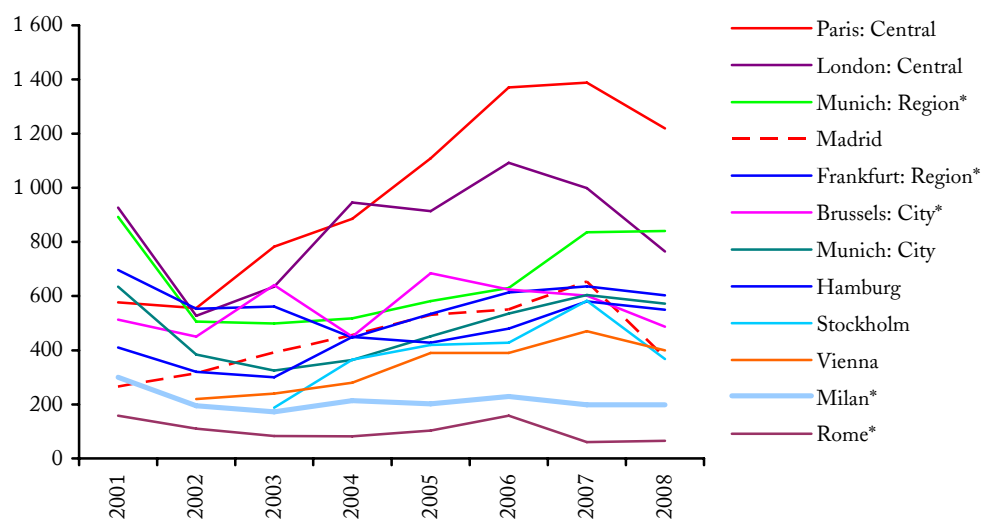
En Espagne, on s'attend à une croissance de PIB négative en 2009 (-1,3 %), la plus faible croissance de PIB prévue dans l'UE. Le taux de chômage est élevé. Les loyers de bureau sont volatils et ont commencé à baisser dès la fin de 2008. Les taux de vacance sont bas à Madrid et Barcelone alors que ces marchés entrent dans le tumulte de la crise. Cependant, comme les mises en chantier de bureau étaient élevées en 2007 et 2008 (6 % à Madrid et 5 % à Barcelone), nous nous attendons à une forte augmentation des taux de vacance pendant les deux prochaines années et ceux-ci pourraient atteindre 10 %. En conséquence, des loyers de bureau prime devraient chuter (de presque 50 % à Madrid à la fin 2010 et 40 % à Barcelone). Mais les loyers de bureau de ces marchés sont volatils et pourraient augmenter dès 2011-2012.

L'Italie a l'avantage relatif d'enregistrer un taux de chômage bas. Une croissance du PIB négative est prévue en 2009. Au niveau du marché des bureaux, le taux de vacance à Rome est bas (6 % vers la fin 2008), mais cet indicateur est plus élevé pour l'autre marché principal d'Italie, Milan (9 %). La demande placée a diminué à Rome au cours des deux dernières années. Les loyers pourraient diminuer fortement en 2009 et 2010 (22 % à Milan et 20 % à Rome). Durant les années suivantes, les prévisions sont plus optimistes à Milan (plus de 20 % attendus de 2011 à 2013) qu'à Rome où une nouvelle baisse des loyers est anticipée.

Dans l'ensemble, le ralentissement du marché de l'emploi de bureaux a des répercussions déjà visibles sur la demande placée de bureaux en Europe. Les premières diminutions de demande placée ont été enregistrées à Londres, Paris, Madrid, Bruxelles et Stockholm.

Les premières diminutions de demande placée ont été enregistrées en 2008 à Londres, Paris, Madrid, Bruxelles et Stockholm.

**Demande placée annuelle (milliers de m<sup>2</sup>) dans les principales métropoles européennes**

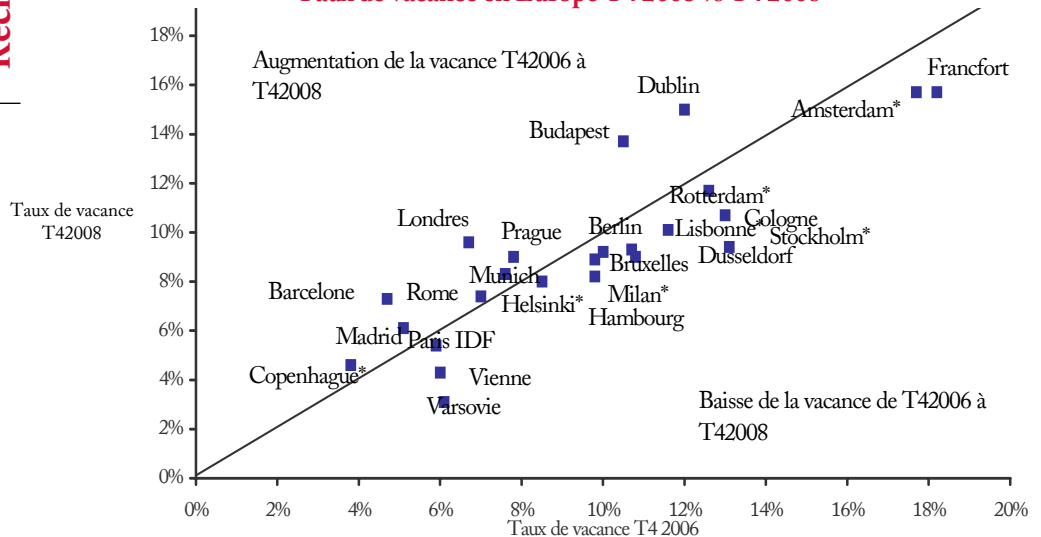


Sources : PMA, AEW Europe  
\* Données T3 annualisées

Du côté de l'offre, les taux de vacance ont augmenté depuis le 4<sup>e</sup> trimestre 2006 dans certains marchés. C'est le cas de Londres, Barcelone, Budapest ou Dublin. Les taux de vacance à Amsterdam et Francfort demeurent à un niveau élevé (plus de 15%).

Néanmoins dans la majorité des villes en Europe, le taux de vacance a continué de baisser ou n'a augmenté que d'une manière négligeable.

**Taux de vacance en Europe T4 2008 vs T4 2006**

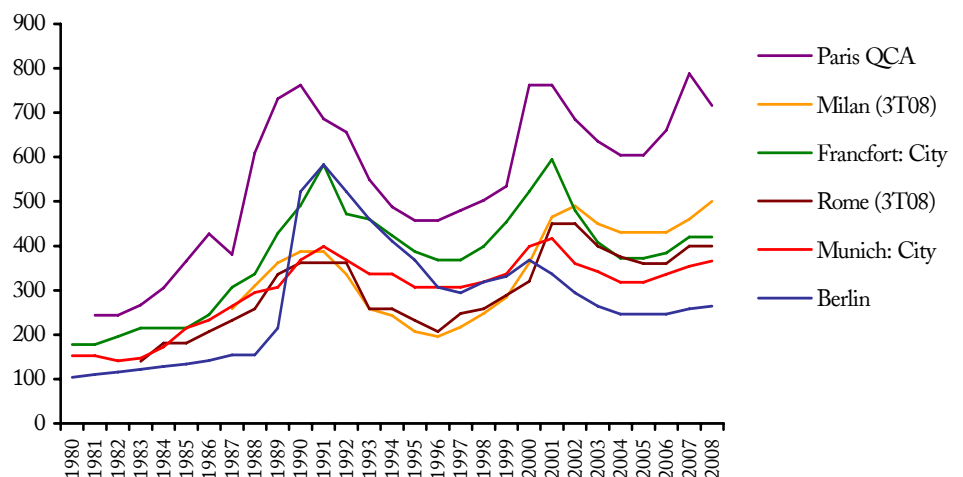


Sources : PMA, AEW Europe, données T4 2008 sauf \* : T3 2008

*Dans la majorité des villes en Europe, le taux de vacance a continué de baisser ou n'a augmenté que d'une manière faible*

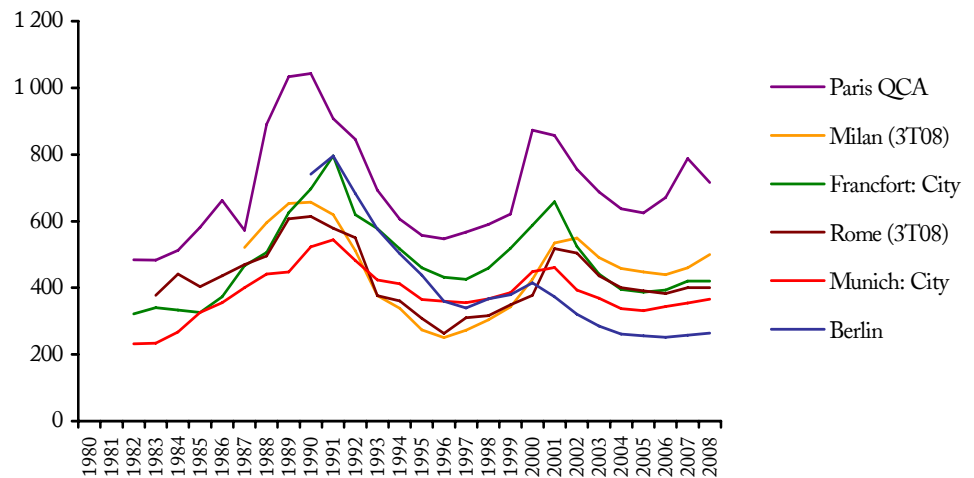
Une certaine inertie maintient encore les valeurs locatives faciales prime à un niveau stable. A Londres, le marché commence à s'ajuster (-19% entre le 4<sup>ème</sup> trimestre 2007 et le 4<sup>ème</sup> trimestre 2008 dans la City).

**Evolution des loyers de bureaux prime nominaux en Europe (€/m<sup>2</sup>/an)**



Sources : PMA, AEW Europe

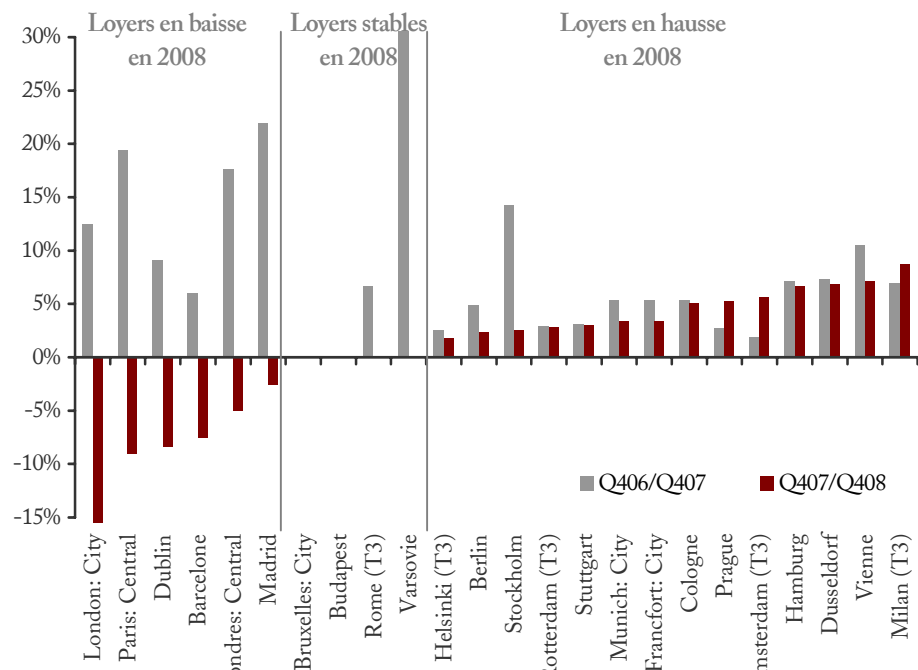
Evolution des loyers de bureaux prime réels en Europe  
(constants 2007 €/m<sup>2</sup>/an)



Sources : PMA, AEW Europe

En valeurs nominales, il apparaît que les loyers « prime » ont rejoint voire dépassé les pics précédents. Néanmoins, l'appréciation se relativise quand on analyse l'évolution des loyers en valeurs réelles, corrigées de l'inflation (voir les graphes ci-dessus). Ainsi, sur Paris QCA, lors du dernier pic, en 2007, les loyers restaient 10% en dessous des valeurs de 2000 (en euros constants en 2007).

Comparaison des variations des valeurs locatives « prime »  
des principales villes européennes  
T4 2006-T4 2008



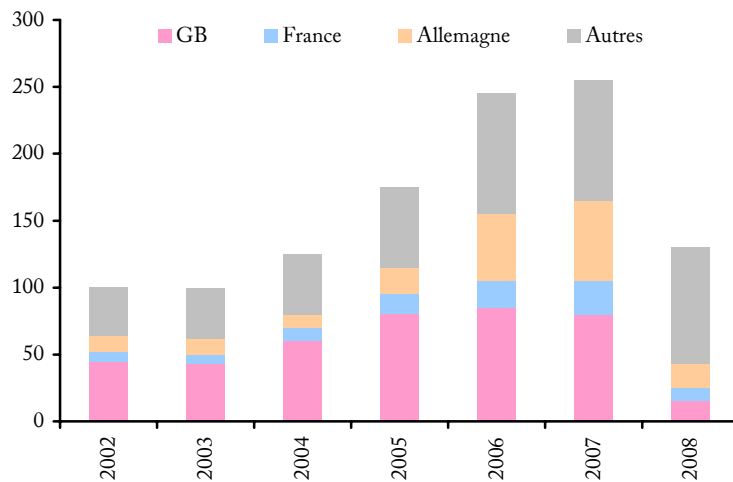
Sources : PMA, CB Richard Ellis, AEW Europe

L'activité d'investissement a marqué fortement le pas en 2008. Les taux de rendement prime sont d'ores et déjà en hausse dans les marchés européens et commencent à intégrer des primes de risque significatives. Nous envisageons de nouvelles hausses dans les

En valeurs nominales, il apparaît que les loyers « prime » ont rejoint voire dépassé les pics précédents. Néanmoins, l'appréciation se relativise quand on analyse l'évolution des loyers en valeurs réelles

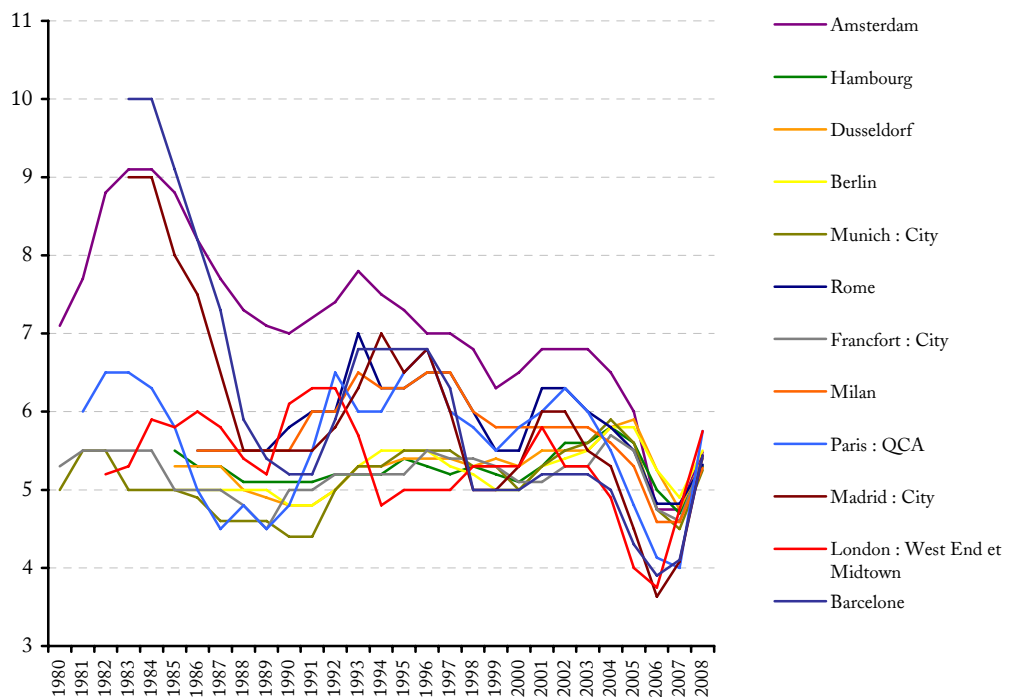
prochaines années (jusqu'à 2010) suivies d'une certaine compression au cours des années ultérieures. Ils s'échelonnent entre 5,75% et 6,25% à Paris QCA en janvier 2009, et atteignaient 5,4% au 4<sup>ème</sup> trimestre 2008 à Francfort.

**Evolution des volumes d'investissement en immobilier d'entreprise (2002-2008, milliards d'€)**



Sources : PMA, DTZ, Catella, CB Richard Ellis, Atis Real

**Evolution des taux de rendement prime en Europe 1980-2008 (%)**



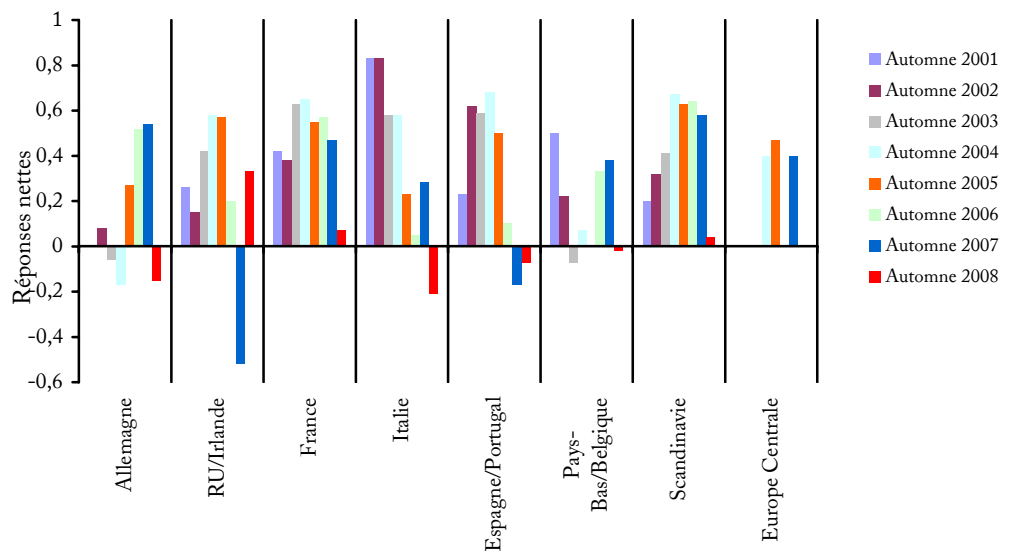
Sources : PMA, AEW Europe

*Les taux de rendement prime sont d'ores et déjà en hausse dans les marchés européens et commencent à intégrer des primes de risque significatives...*

## Perspectives

On constate dans l'analyse de la dernière enquête réalisée par PMA auprès d'un échantillon d'investisseurs, que leurs intentions d'investissement sont en recul en Italie, en Espagne, au Portugal et en Allemagne. Cela illustre un attentisme exacerbé par la restriction sur les marchés de crédits. Seules les intentions d'investissement au Royaume-Uni et en Irlande augmentent nettement, preuve que les investisseurs sont prêts à se repositionner dès lors qu'ils jugent le « repricing » suffisant.

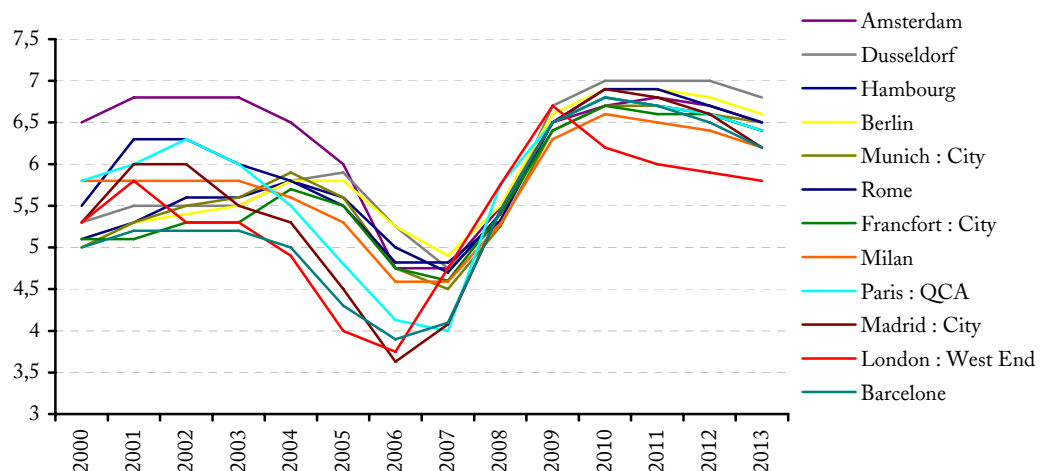
### Intentions d'investissement bureaux à différentes périodes – par pays



Source : enquête PMA auprès d'un échantillon de 33 investisseurs

Les prévisions économétriques ci-dessous tiennent compte d'indicateurs des marchés de l'investissement et macroéconomiques (séries historiques et prévisions). Voici les dernières projections économétriques concernant les taux de rendement nets initiaux.

### Perspectives d'évolution des taux de rendement prime en Europe (%) Scénario central



Sources : PMA, AEW Europe

... et nous envisageons de nouvelles hausses dans les prochaines années (jusqu'à 2010) suivies d'une certaine compression au cours des années ultérieures

Nous reprenons ci-dessous les évolutions historiques sur long terme des primes de risque en immobilier de bureau prime dans neuf marchés d'importance en Europe. On le voit, la correction (repricing) du risque a été entamée dès 2007 dans les métropoles britanniques et en 2008 en Europe continentale. On voit que la correction de la prime de risque est plus violente en GB, et dépasse même largement la moyenne historique + un écart-type sur longue période.

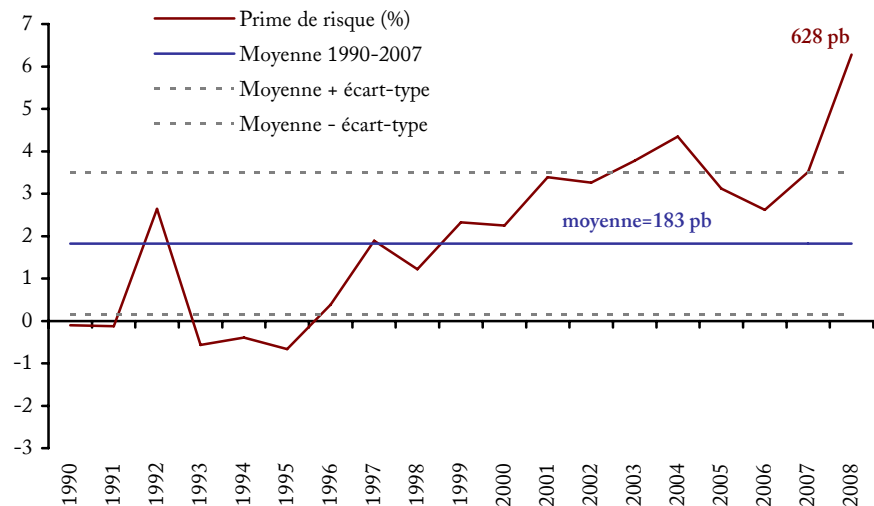
Les primes de risque sont calculées de la façon suivante :

$$PR_n = Y_n(1 + \hat{I}_n) - (R_{f_n} - \hat{I}_n)$$

où  $PR_n$  est la prime de risque à l'année n,  $Y_n$  est le taux de rendement net,  $\hat{I}_n$  le taux d'inflation lissé (moyenne géométrique) anticipé au cours des quatre prochaines années, et  $R_{f_n}$  le rendement 10 ans des obligations gouvernementales.

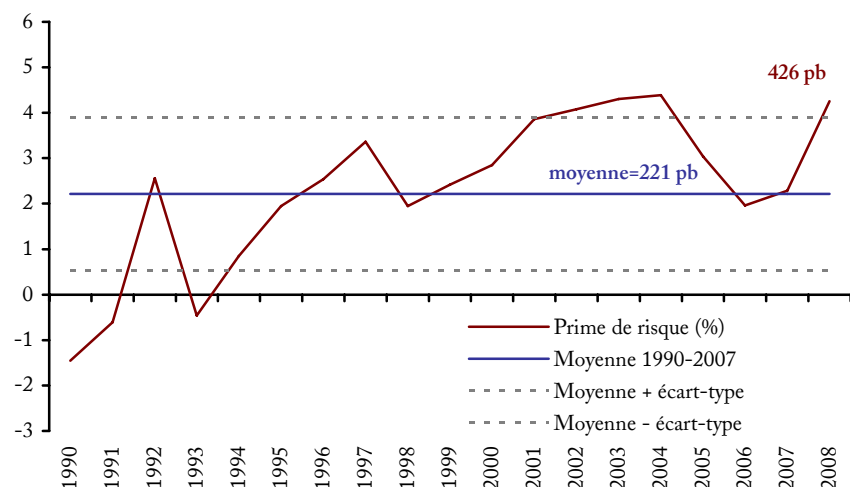
*La correction (repricing) du risque a été entamée dès 2007 dans les métropoles britanniques et en 2008 en Europe continentale. On voit que la correction de la prime de risque est nettement plus violente en GB en 2008*

Evolution de la prime de risque à Londres City



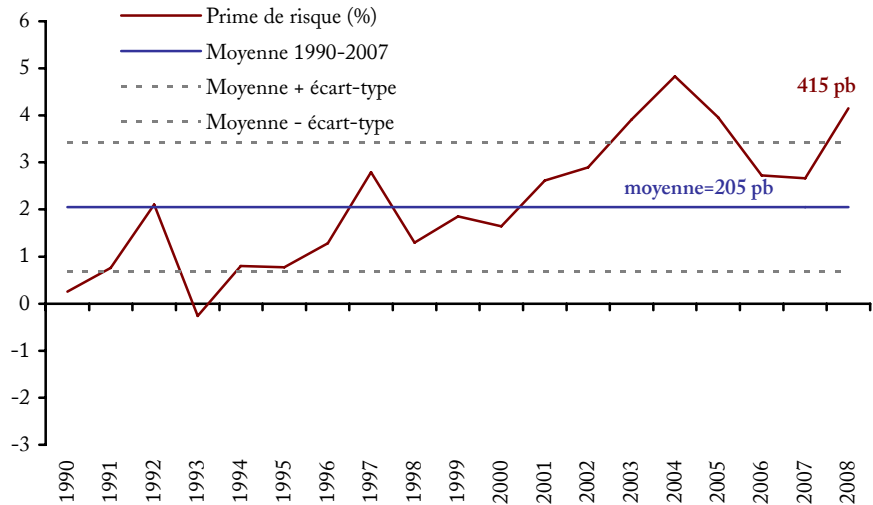
Sources : PMA, AEW Europe

Evolution de la prime de risque à Paris QCA

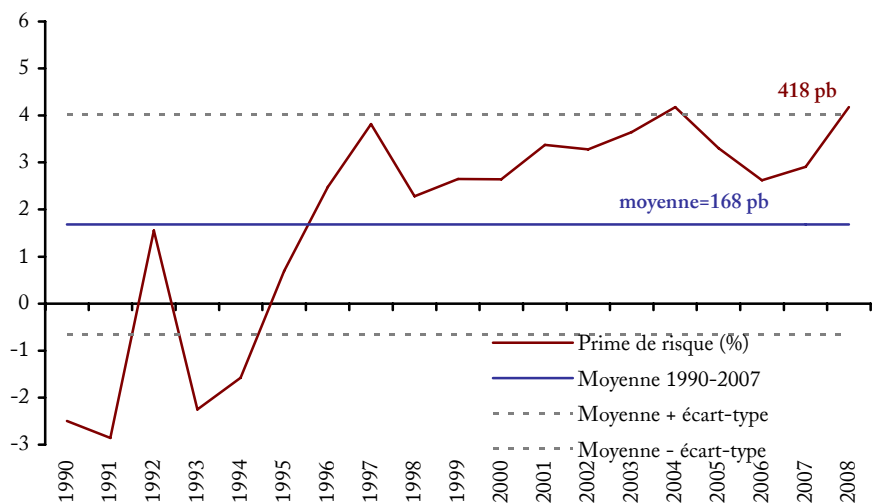


Sources : PMA, AEW Europe

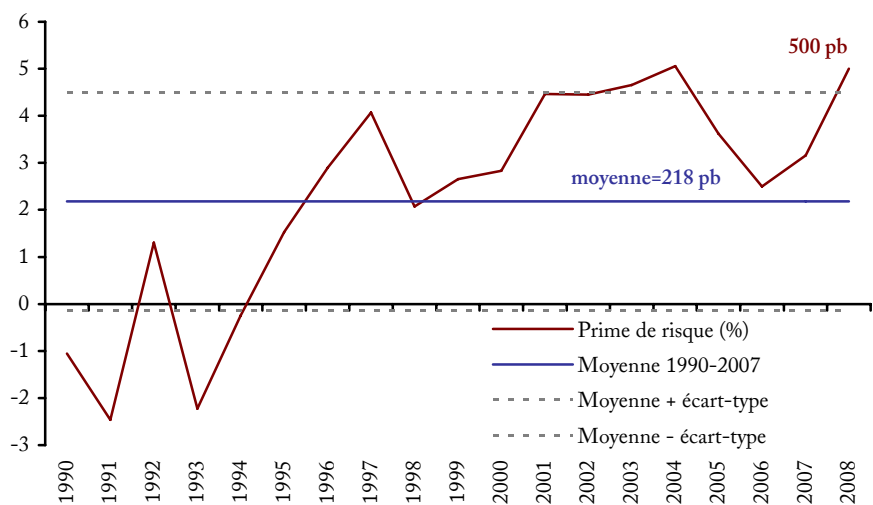
**Evolution de la prime de risque à Munich**



**Evolution de la prime de risque à Milan**



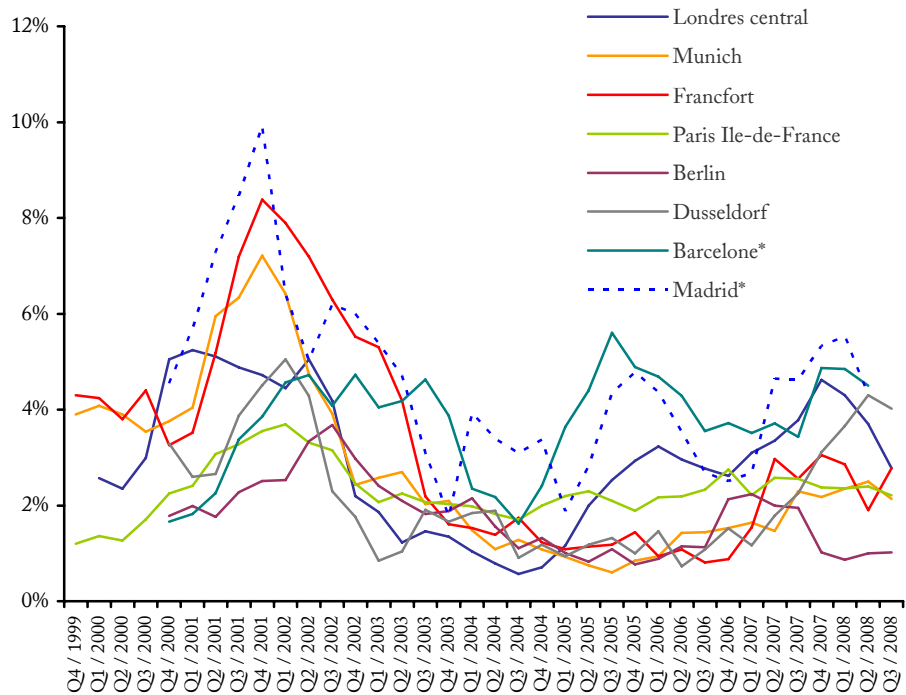
**Evolution de la prime de risque à Madrid**



Sources : PMA, AEW Europe

Les mises en chantiers ont tendance à se réduire progressivement, même si Madrid et Barcelone se distinguent encore par des niveaux de mises en chantiers plus élevés en Europe occidentale (plus de 3,5% du parc par an dans chacune des deux villes). A Madrid, 80% de l'offre en construction est située en périphérie. Cependant, les niveaux de mises en chantier en 2008 sont largement inférieurs à ceux atteints en 2000/2002.

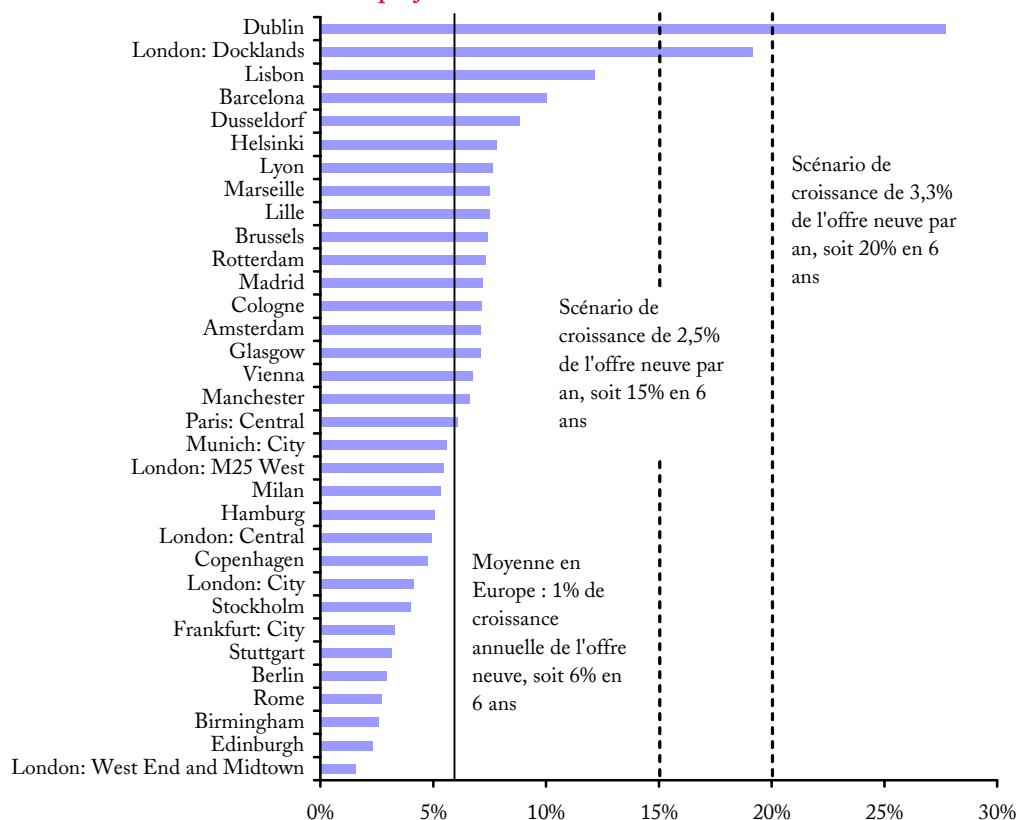
Mises en chantier annuelles (% parc)



Sources : PMA, AEW Europe

*Les mises en chantiers ont tendance à se réduire progressivement et restent à des niveaux globalement raisonnables*

**Offre neuve cumulée de bureaux en construction  
(% parc 2007)  
projection sur 6 ans**



Sources: PMA, AEW Europe

*Au rythme actuel, nous sommes sur des bases de renouvellement du parc existant supérieures à 100 ans*

Au rythme actuel, nous sommes sur des bases de renouvellement supérieures à 100 ans (1% d'offre neuve par an en moyenne). Ces bases sont très modérées comparées à d'autres scénarios. Pour que le parc se renouvelle en 40 ans, il faudrait que le stock augmente de 2,5% chaque année. Pour que ce renouvellement puisse se faire en 30 ans, il faudrait que l'offre neuve représente 3,3% du stock par an.

**Perspective d'évolution des loyers de bureaux prime nominaux en Europe (€/m<sup>2</sup>/an)**

Sur la base des éléments-clés (macroéconomie, offre future, créations d'emploi de bureaux), il apparaît qu'au cours de la période 2009-2010, Londres City, West End, Madrid, Barcelone, Dublin et Manchester devraient subir des corrections de valeurs locatives plus importantes que dans les autres marchés (baisses de plus de 15% par an en moyenne). Les marchés de Rome, Paris, Budapest devraient subir des corrections moins fortes (entre -10% et -15% pa). Les marchés de Vienne, Helsinki, Stockholm, Milan, Bruxelles, Francfort et Lisbonne devraient subir une baisse modérée (entre -10% et -5% pa). Les valeurs locatives prime des marchés tels que Munich, Hambourg, Berlin, Düsseldorf, Copenhague, Athènes, Prague, Varsovie et Amsterdam devraient rester relativement stables (entre -5% et 0% pa).

Notre analyse montre que l'évolution des paramètres du marché de l'investissement bureaux (attentisme des investisseurs, crainte de récession dure, restriction de crédit) va entraîner

sur l'année 2009 une hausse des taux de rendement, et à notre sens, probablement une sur-réaction à la hausse de ces mêmes taux.

**Perspective d'évolution annuelle moyenne  
des loyers prime en Europe 2009-2010 (% pa)**

Perspective d'évolution	Villes
Stabilité (entre -5% et 0% pa)	Munich
	Copenhague
	Hambourg
	Athènes
	Berlin
	Varsovie
	Düsseldorf
	Prague
	Amsterdam
	Baisse modérée (entre -10% et -5% pa)
Helsinki	
Stockholm	
Milan	
Bruxelles	
Francfort	
Correction (entre -15% et -10%)	Lisbonne
	Rome
	Paris La Défense
	Paris QCA
Forte baisse (de plus de 15% pa)	Budapest
	Manchester
	Madrid
	Barcelone
	Dublin
	Londres West End
	Londres City

Source : AEW Europe

*Les anticipations, même très dégradées, des taux de croissance économique, d'emplois tertiaires, combinées à la maîtrise d'offre neuve de bureaux, à un retour progressif à la normale des marchés de crédits, et à une inflation en baisse sur 2009-2010, ne conduisent globalement pas à des dégradations fortes des loyers nominaux*

Une sur-réaction, car nous montrons que les anticipations, même très dégradées, des taux de croissance économique, d'emplois tertiaires, combinées à la maîtrise d'offre neuve de bureaux, à un retour progressif à la normale des marchés de crédits, et à une inflation en baisse sur 2009-2010, dans la plupart des métropoles européennes, ne conduisent pas à des dégradations fortes des loyers nominaux (à l'exception de certains marchés, comme nous l'avons vu dans le paragraphe précédent). L'illustration de notre propos est le retour récent des intentions positives d'investissement ciblant les marchés de bureaux de Londres pour 2009 (après une année fortement négative 2008) comme nous l'avons vu page 10, alors que ces intentions sont devenues négatives pour le reste de l'Europe (pour 2009). Malgré l'impact de la contraction économique, les marchés bureaux français et surtout allemands (sauf Francfort) nous semblent les plus solides dans le contexte actuel.

Néanmoins, une menace en France serait l'indexation des loyers commerciaux actuels, l'ICC, qui a fortement augmenté ces derniers temps (+10,46% par an au 3T08) : l'article L.145-39 du Code du Commerce pourrait s'appliquer pour certains locataires, leur accordant une nouvelle négociation des valeurs locatives aux valeurs de marché, si la croissance cumulée de l'indexation de leur loyer dépasse 25%. Récemment, les représentants des bailleurs et des utilisateurs viennent de signer un protocole d'accord qui définit un nouvel indice des loyers des activités tertiaires, dont les bureaux : l'ILAT (Indice des Loyers d'Activités Tertiaires). Ce nouvel indice très attendu par les acteurs du marché, est composé à 50 % de la moyenne annuelle de l'IPC (hors tabac et loyer), 25 % de la moyenne annuelle de l'ICC et 25 % de la moyenne annuelle du PIB en valeur. L'ILAT, moins volatil que l'ICC, serait une alternative à ce dernier indice. Sa légalisation par les pouvoirs publics, prochaine étape de validation, sera suivie avec intérêt.

*AEW Europe est un des leaders européens de la gestion d'actifs immobiliers et filiale de Natixis Global Asset Management. Le groupe exerce ses activités depuis 11 bureaux européens et gère plus de 17 milliards d'euros d'actifs.*

*L'association avec AEW Capital Management aux Etats-Unis et AEW Asia en Asie crée une plate-forme d'investissement immobilier mondiale gérant plus de 32 milliards d'euros d'actifs.*



*Une filiale de Natixis Global Asset Management*

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

**AEW Europe**  
**1-3 rue des Italiens**  
**75009 Paris**  
**France**  
Fax +33 (0)1 78 40 66 18

Mahdi Mokrane  
Tel. +33 (0)1 78 40 92 60  
[mahdi.mokrane@aeweurope.com](mailto:mahdi.mokrane@aeweurope.com)

Laurence Tauzin  
Tel. 33 (0)1 78 40 92 63  
[laurence.tauzin@aeweurope.com](mailto:laurence.tauzin@aeweurope.com)

Nigel Allsopp  
Tel. +44 207 016 4868  
[nallsopp@aeweurope.co.uk](mailto:nallsopp@aeweurope.co.uk)

**AEW Europe**  
**33 Jermyn Street**  
**London SW1Y 6DN**  
**England -UK**  
Fax +44 207 016 4700

Ken Baccam  
Tel. 33 (0)1 78 40 92 66  
[ken.baccam@aeweurope.com](mailto:ken.baccam@aeweurope.com)

Marc Langenbach  
Tel. 33 (0)1 78 40 92 62  
[marc.langenbach@aeweurope.com](mailto:marc.langenbach@aeweurope.com)

Chao Zhou  
Tel. 33 (0)1 78 40 92 64  
[chao.zhou@aeweurope.com](mailto:chao.zhou@aeweurope.com)

*La présente publication a pour objet d'aider les investisseurs à prendre leurs décisions d'investissement, elle n'a en revanche pas pour objet de fournir des conseils en investissement à un investisseur en particulier. Les investissements mentionnés et les recommandations indiquées ci-dessus peuvent ne pas être appropriés à tous les investisseurs : les lecteurs doivent se faire leur propre opinion sur l'opportunité de tels investissements et recommandations en fonction de leurs propres objectifs d'investissement, expérience, statut fiscal et situation financière. La présente publication se base sur différentes sources d'information dont nous pensons qu'elles sont fiables, mais aucune déclaration ou garantie n'est délivrée en ce qui concerne l'exactitude et l'exhaustivité de l'information délivrée dans la présente publication. Les opinions contenues dans la présente publication reflètent le jugement actuel de l'auteur : elles ne reflètent pas nécessairement les opinions d'AEW Europe, de ses filiales ou de toutes filiales du groupe AEW Europe et sont susceptibles d'évoluer à tout moment. Bien qu'AEW Europe fasse des efforts raisonnables pour utiliser dans la présente publication des informations pertinentes et actualisées, des erreurs ou des omissions peuvent parfois survenir. Le groupe AEW Europe ne saurait, de quelque façon que ce soit, voir sa responsabilité contractuelle, délictuelle, quasi-délictuelle ou objective engagée pour tout dommage direct, indirect, secondaire, important, punitif ou spécial résultant de l'usage de la présente publication ou ayant un lien, quel qu'il soit, avec ce dernier. La présente publication ne peut pas à être copiée, transmise ou distribuée à des tiers sans l'autorisation formelle d'AEW Europe.*