

## SYNTHESE

Longtemps asservie à une logique dominée par des impératifs principalement commerciaux et financiers, forcément ancrés dans le court terme, l'appréhension, entre 2000 et 2008, du premier marché locatif européen de bureaux s'est révélée contre-productive. Oubliant les fondamentaux immobiliers, elle n'a fait qu'accentuer la fracture entre l'offre et la demande, qu'ont immanquablement révélée les bouleversements financiers et économiques apparus il y a deux ans.

Cette fracture s'est encore élargie depuis lors. Les désordres macro et micro économiques et immobiliers ont certes eu pour conséquence d'étendre quelque peu un champ de vision analytique jusqu'alors trop compressé, mais de façon insuffisante toutefois.

Il apparaît clairement qu'un retour à l'équilibre avant 2013/2014 du marché locatif francilien des bureaux n'apparaît pas envisageable, eu égard aux profonds déséquilibres intrinsèques qui le caractérisent ainsi qu'au contexte économique qui prévaut et devrait prévaloir à court et sans doute moyen terme.

Cette anticipation n'amoindrit pas pour autant le fort intérêt que devrait susciter ce premier marché cible pour les investisseurs. Ce qui n'est guère le cas.

En effet, tous types d'actifs confondus, **le marché de l'investissement apparaît exagérément déprimé, victime de la frilosité excessive des établissements financiers ainsi que d'une majorité d'acheteurs.**

Le déblocage du marché est conditionné par l'ouverture plus grande du robinet du financement, par l'élargissement par les investisseurs de leur gamme d'actifs cibles et par une offre de biens plus importante.

**La clé de ce déblocage réside dans l'adoption d'une grille d'analyse nettement moins conservatrice,** reposant sur une approche micro-territoriale de l'ensemble des facteurs qui conditionnent le niveau réel de risque d'un actif. Cette grille aurait pour avantage d'assouplir la définition d'un actif « core ».

**Cette approche micro-territoriale constituerait un puissant vecteur de baisse sélective des taux de rendement qui apparaissent disproportionnés par rapport au degré réel de sécurisation d'une partie du parc francilien.**

**LE MARCHE LOCATIF DES BUREAUX  
FRANCILIENS**

**UN RETOUR A L'EQUILIBRE IMPOSSIBLE  
A COURT TERME**

**En grande difficulté, le marché locatif des bureaux franciliens doit faire face à une contrainte et une menace majeures. Le retour à l'équilibre ne peut être que tardif.**

**A/ La contrainte est immédiate et porte sur le profond déséquilibre qui existe entre une demande affaiblie et une offre surabondante.**

➤ **Une demande affaiblie**

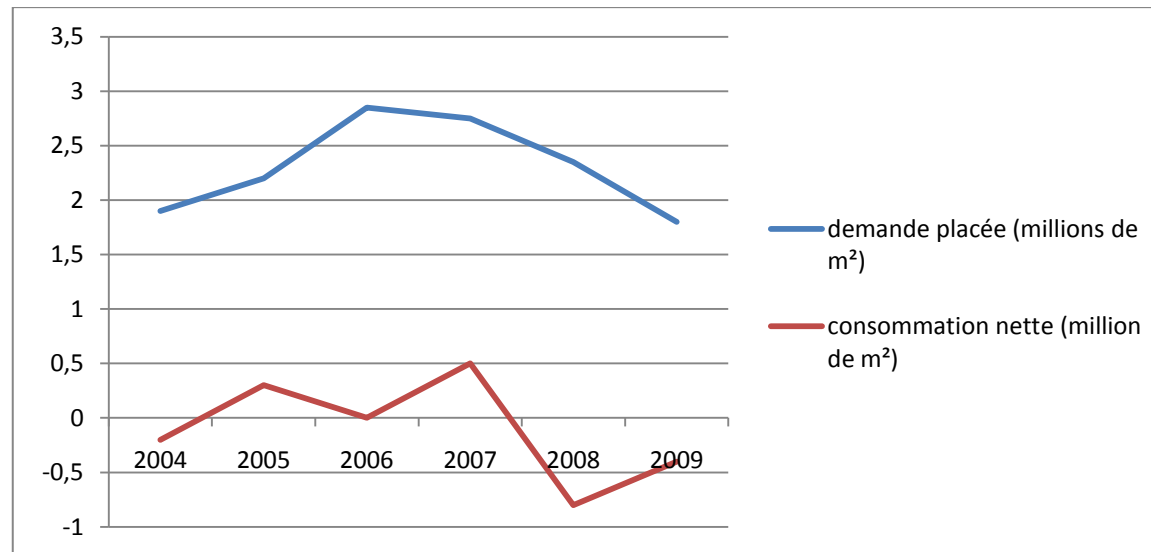
Le pouvoir de louer des entreprises, et plus particulièrement des TPE et PME qui constituent la composante essentielle du tissu économique régional, est limité depuis plusieurs années :

- Les franchises de loyer sont chose courante depuis 2003.
- Les loyers moyens réels n'ont pas progressé depuis 2000. Ils étaient même, en termes constants, inférieurs en mars 2008 à ceux constatés 7 ans auparavant.
- Le reflux de la demande placée a précédé la crise économique. Le volume de commercialisations avait déjà baissé de 3,6% entre 2006 et 2007.
- L'absorption nette est restée modeste : 10 m<sup>2</sup> loués n'engendraient une diminution du stock que de 1 à 2 m<sup>2</sup> entre 2005 et 2007.

Ce pouvoir locatif restreint résultait de l'incapacité structurelle de l'économie francilienne à bénéficier d'une forte croissance. **La création nette annuelle d'emplois de bureaux n'a ainsi pas dépassé 10 000 à 12 000 postes entre 2002 et 2008.**

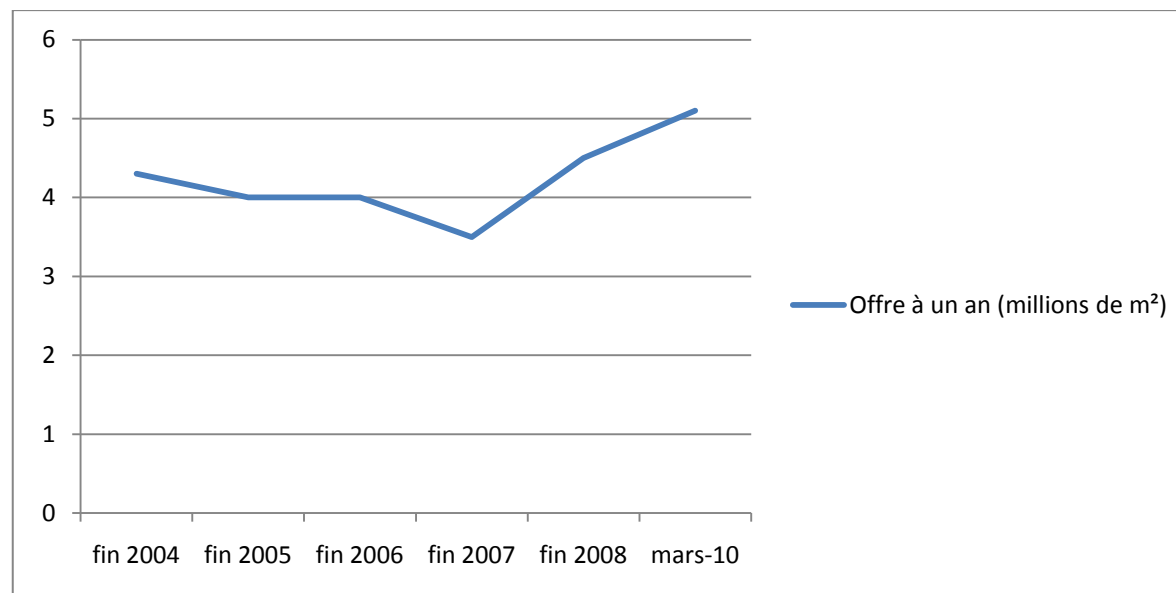
**Ce pouvoir locatif s'est nettement dégradé depuis fin 2007.** Il s'est accompagné d'une chute prononcée du volume de commercialisations (- 24% entre 2008 et 2009, - 41% entre 2006 et 2009 !), de la consommation nette qui est devenue négative

ainsi que des loyers considérés comme acceptables par les entreprises eu égard aux contraintes budgétaires qu'elles subissent.



➤ **Une offre surabondante**

L'offre à un an est supérieure à 5.100.000 de m<sup>2</sup> soit historiquement un niveau jamais encore atteint. Elle a crû de quelque 1.500.000 de m<sup>2</sup> en l'espace de deux ans. Alimentée par une production débridée entre 2002 et 2008, l'offre subit l'inertie des délais de construction: 1 300 000 m<sup>2</sup> ont été livrés en 2009 dont plus de 500 000 m<sup>2</sup> n'étaient pas loués ; 710 000 m<sup>2</sup> le seront en 2010 dont près de 400 000 m<sup>2</sup> n'ont pas encore trouvé preneurs.



Le stock est aussi gonflé, depuis 2008, par **un mouvement de libérations de surfaces d'une telle ampleur qu'elles ont été supérieures aux locations en 2009, de plusieurs dizaines de milliers de m<sup>2</sup>**. Ce mouvement perdurera en 2010 et début 2011, dans la continuité de la hausse des destructions d'emplois et des ruptures de baux. **Signalons que ces ruptures peuvent porter sur un potentiel de plusieurs millions de m<sup>2</sup> placés en 2001, 2002, 2007 et 2008 à des niveaux de loyer bien supérieurs à ceux relevés aujourd'hui.**

La structure du stock met ainsi en lumière les quelque 3 500 000 m<sup>2</sup> de locaux de seconde main vacants à un an (1 000 000 de plus qu'au premier trimestre 2008). Croulant sous le poids des libérations, ce segment d'actif est malmené par une offre neuve importante et accuse d'autant plus son niveau d'obsolescence.

Dans ce schéma d'une économie fondée sur le recyclage, la variable d'ajustement est naturellement la production. Celle-ci a nettement baissé : 156 000 m<sup>2</sup> ont été lancés entre avril et septembre 2009 à Paris et en 1<sup>ère</sup> couronne à comparer aux 580 000 m<sup>2</sup> mis en chantier au cours de la même période de 2007. Les premiers effets positifs sur l'offre ne se feront toutefois véritablement sentir qu'en 2011.

### La production actuelle est-elle insuffisante ?

Le mouvement de balancier a été brutal. La production bénéficie des mouvements de restructuration des entreprises : les locaux neufs sont moins consommateurs d'espaces par poste de travail. C'est pourquoi, une production minimale est indispensable. Selon l'ORIE (décembre 2001), les besoins annuels en renouvellement du parc et ceux liés à l'accroissement de l'emploi tertiaire sont évalués à 500 000 m<sup>2</sup> environ si la croissance économique atteint 2%. Eu égard au taux de croissance prévu en 2009 (-2,3%) et escompté en 2010 (1,2%) et 2011 (1,5%), une production moyenne annuelle de 300 000 à 350 000 m<sup>2</sup> semble recevable ce qui correspond peu ou prou au rythme de mises en chantier annuel présentement constaté.

**En conséquence, la production actuelle apparaît suffisante compte tenu des livraisons prévues en 2010 et 2011 ainsi que du stock neuf immédiat. Elle doit être bien ciblée géographiquement afin d'éviter une pénurie d'offre neuve dans certains secteurs à compter de 2012/2013 et d'alourdir l'offre dans d'autres. Cette production doit surtout répondre à une demande solvable.**

#### ➤ Un taux de vacance élevé

**Le taux de vacance réel est bien supérieur au taux nominal de quelque 7% largement diffusé.**



Il faut en effet inclure au taux facial les surfaces qui ne sont plus occupées en raison de la compression des effectifs mais encore louées. Il faut également ajouter les locaux retirés temporairement du marché afin d'être restructurés. Au final, le taux réel approche 10%.

➤ **Des loyers réels en nette baisse**

**Depuis début 2008, les loyers réels ont diminué de 25% à plus de 35%, selon les actifs et les secteurs géographiques considérés.** Cette déflation a été plus sensible s'agissant des loyers les plus élevés. Sur le seul Quartier Central des Affaires, les valeurs de présentation ont chuté de 20 % en moyenne au cours des deux dernières années. **Tous les territoires sont concernés, y compris ceux affichant un stock très limité, telle la Défense. Ceci démontre la fongibilité des sites.**

Cette baisse des loyers réels s'est accompagnée d'une réduction des loyers nominaux ainsi que d'un accroissement des mesures d'accompagnement qui représentent désormais entre 15 et 20% de la valeur locative faciale et de 1,5 à 2 mois de loyers.

**B/ La menace qui pèse sur l'économie immobilière tertiaire est d'ordre macro-économique.**

L'ampleur des déficits publics devrait nécessiter tôt ou tard la mise en place d'une politique rigoureuse de gestion budgétaire, tant en France que dans les autres pays occidentaux.

Si cette rigueur venait à être imposée, elle **contraindrait la croissance, le niveau général de solvabilité des entreprises, les créations nettes d'emplois et, donc in fine, la demande locative.**

**Ajoutons que le taux de croissance du PIB envisagé entre 2010 et 2012 ne suffira pas à améliorer nettement la création nette d'emplois de bureaux.**



## **C/ Un déséquilibre profond qui sera lent à résorber**

### **La faiblesse actuelle de la production ne suffira pas à permettre un désengorgement rapide du marché.**

Il est intéressant d'observer qu'il avait fallu pratiquement trois années (2004-2007) pour que le stock à un an diminue de près d'un million de m<sup>2</sup> sans qu'il n'atteigne pour autant l'étiage, alors même que cette période avait bénéficié d'une croissance du PIB bien supérieure et de créations nettes d'emploi positives.

D'ailleurs, l'observation du premier marché locatif d'Europe génèrait à cette époque trois constats contradictoires : un volume élevé de commercialisations, une offre qui ne s'effondrait pas et enfin des valeurs locatives qui ne flambaient guère.

Cette inadéquation n'était anormale qu'en apparence. Le principal carburant de la demande était déjà l'économie de coût et non les investissements de développement. En clair, on libérait légèrement plus qu'on ne relouait.

La situation s'est dégradée depuis lors. **La rotation des entreprises constitue actuellement le seul moteur du marché qui alimente la demande mais aussi le stock de seconde main.** En 2010, cette situation ne se modifiera guère.

## Conclusion et perspectives :

- **Comment évoluera l'offre ?** Dans les conditions exposées plus haut, l'offre disponible à un an s'inscrira cette année entre 5 000 000 et 5 500 000 de m<sup>2</sup>. Elle continuera d'être alimentée par un volume de livraisons (+ de 700 000 m<sup>2</sup>) et de libérations important.
- **Quelle demande ?** La demande placée ne devrait pas excéder 2 000 000 de m<sup>2</sup>. La consommation nette devrait demeurer négative
- **La baisse des loyers est-elle finie ?** La déflation locative va perdurer mais à un rythme vraisemblablement plus faible. La diminution des loyers réels devrait osciller entre 10% et 15%.
- **Quel taux de vacance ?** Le taux de vacance réel pourrait excéder 10% du parc.

**Compte tenu des éléments précédents, l'offre à un an est excédentaire de 1,5 million à 2 millions de m<sup>2</sup>. Eu égard aux sujétions immobilières et économiques présentes et à celles qui peuvent être anticipées, sa résorption prendra nécessairement beaucoup de temps. Il apparaît ainsi, aujourd'hui, fort peu probable d'assister au retour à un équilibre macro-régional du marché locatif des bureaux avant 2013/2014.**

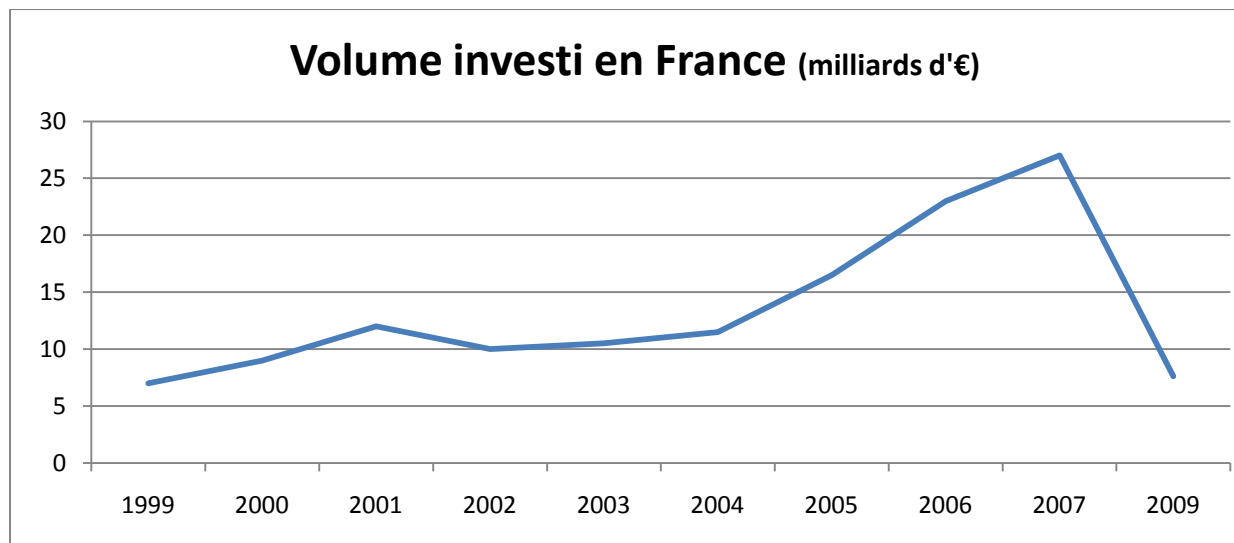
# **LE MARCHE DE L'INVESTISSEMENT VICTIME DE SES EXCES PASSES**

## A/ Un retour de balancier spectaculaire

**Le marché de l'investissement a été victime d'une réaction brutale et épidémique :**

- **L'activité est retombée comme un soufflet : le volume investi** en France a été divisé par plus de 3 depuis 2007 et a avoisiné en 2009 celui relevé dix plus tôt (près de 8 milliards d'euros dont moins de 6 milliards pour l'Ile-de-France).

**Ce volume est extrêmement faible** comparé au gisement de valeur que représenterait aujourd'hui ne serait-ce que le parc de bureaux francilien (de l'ordre de 200 milliards d'euros). En IDF, même s'il a augmenté au cours des trois derniers mois de 2009 par rapport au trimestre précédent, le montant placé est demeuré inférieur à celui constaté au 1<sup>er</sup> trimestre 2008 (moins de 3 milliards d'euros).



- **Les taux de rendement** ont, quant à eux, progressé de 150 à plus de 200 points de base au cours des deux dernières années. Certes en baisse au 2<sup>ème</sup> semestre 2009 (de 25 à 75 points de base), **les taux les plus bas constatés s'inscrivent encore à des niveaux significatifs : 5,25/5,5% contre 3,5/3,75 % en 2007.**

Mars 2009	Paris QCA	Paris Sud	Paris Nord-Est	La Défense	Croissant d'Or (Neuilly-Levallois-Boulogne-Puteaux...)	1 <sup>ère</sup> Couronne Nord	1 <sup>ère</sup> Couronne Est	1 <sup>ère</sup> Couronne Sud	2 <sup>ème</sup> Couronne
Taux de rendement « prime » bureaux %	5,25/5,5	5,75/6	6,25/6,5	6/6,25	6/6,25	6,5/7	6,5/7,25	6,5/7	7/7,25

Mars 2009 France	Commerces	Logistique A	Locaux d'activités	Centres commerciaux	Parcs d'activités commerciales	Bureaux régions
Taux de rendement « prime » %	5,25/5,5	5,75/6	6,25/6,5	6/6,25	6/6,25	6,5/7

- **La vertigineuse aspiration vers le haut des taux de rémunération a signifié une diminution instantanée des valeurs vénales de l'ordre de 35 % à plus de 40%. Si on ajoute la baisse des loyers réels, en l'espace de deux ans, les valeurs ont fondu de 40% à plus de 55% selon la qualité de l'actif et sa situation.**

**Le krach a donc effacé une décennie de croissance alors même que l'excès mondial de liquidités n'a jamais été aussi élevé qu'actuellement.**

**La prudence des banques et l'attentisme des acheteurs sont-ils justifiés ?**

**Oui pour partie :**

- **Une fraction du parc a été achetée trop cher entre 2004 et 2007 ce que reconnaissait d'ailleurs volontiers une majorité d'investisseurs lors d'enquêtes annuelles. La prime de risque s'est progressivement étiolée parallèlement à l'explosion des montants investis (multipliés par 2,5). Les taux se sont ainsi allégés de 250 points de base en l'espace de 4 ans. Ce qui est évidemment beaucoup trop,**
- **La chute importante des prix de vente ne peut être valablement acceptée par ceux des bailleurs qui ne doutent pas avec raison de la bonne qualité des actifs qu'ils détiennent,**
- **La santé des marchés locatifs est globalement médiocre,**
- **L'évolution de la conjoncture économique à court et moyen terme apparaît peu lisible.**

Non, le blocage du marché est exagéré car nous sommes passés d'un excès de financiarisation à un excès de frilosité qui se révèle très discriminatoire. Cette sur sécurisation en matière d'acquisitions et de financements bancaires évince en effet une large gamme d'actifs bénéficiant d'un niveau de risque satisfaisant.

#### **B/ Une baisse indispensable des taux de rendement**

**Les taux de rendement sont trop élevés concernant une partie du parc.** Comparée au taux sans risque déflaté, la prime de risque plancher avoisine en effet 300 points de base concernant les meilleurs actifs et varie de 400 (La Défense par exemple !) à plus de 600 points de base pour la très grande majorité des biens, ce qui est très important.

**Cette prime ne se justifie pas par le niveau de risque fondamental de nombre d'actifs qui apparaît maîtrisé, en dépit d'une conjoncture locative délicate.**

**Une réduction sériee des taux de rendement est donc nécessaire afin d'inciter certains propriétaires à céder leurs biens et donc améliorer la fluidité du marché de l'investissement.** Cette baisse permettrait de créer rapidement un appel d'air de plusieurs milliards d'euros, d'autant que le volume de liquidités en circulation est très élevé et que le retour des investisseurs étrangers se confirme (45% environ des engagements en 2009).

**L'amélioration de la fluidité du marché passe également par un accès beaucoup plus large au crédit bancaire.**



Toutefois, diminuer la frilosité des acheteurs et des banques impose l'adoption d'une grille de lecture du risque immobilier radicalement différente des outils habituellement utilisés. Basée sur une démarche analytique pointue, d'ordre micro-sectoriel, cette grille permettrait de mieux identifier les bons actifs. Ce faisant, elle réhabiliterait une partie du parc aujourd'hui exclue des comités d'investissement et/ou de financement bancaire.

### **C/ Il faut changer d'outil d'analyse des risques**

**Afin d'exploiter toute la richesse du parc tertiaire francilien, le retour aux fondamentaux immobiliers doit permettre d'enrichir le champ des bons actifs grâce à une expertise dynamique du couple territoire/bien.**

En effet, le retour aux fondamentaux ne signifie pas simplement une inversion de l'échelle des valeurs, l'approche immobilière supplantant celle financière qui a prédominé entre 2000 et 2007, avec les conséquences dévastatrices que l'on connaît. **Cette approche doit consister en une expertise de l'ensemble des risques portant sur l'actif cible et son environnement ainsi qu'à une analyse de leur évolution prévisible.**

- **Expertise des risques environnementaux** : le dynamisme et la valorisation du tissu immobilier dépend intrinsèquement de la richesse des multiples territoires qui composent l'économie régionale. Le dynamisme de ces micro-territoires résulte d'une délicate alchimie entre les différents facteurs qui les structurent : qualité du dynamisme démographique des personnes et des entreprises, qualité et accessibilité du parc résidentiel (offre/coût), des infrastructures de transports, des politiques d'aménagement et d'attractivité locales ... Ces facteurs changeants sont autant de **leviers de résistance à la dépression immobilière, de croissance future ou de freins au développement.**
- **Expertise des risques opérationnels** : inhérents au bien, ils doivent permettre de déterminer par exemple sa capacité à être rapidement reloué et à quel loyer, le montant des travaux nécessaires pour maintenir son attrait, etc...

Le degré d'adéquation entre l'environnement, l'offre, les besoins et l'actif détermine le niveau de sécurisation de ce dernier. Bref, cela permet de savoir si l'actif est toujours « dans le coup » et pour combien de temps.

Une bonne analyse de l'ensemble des facteurs structurants et opérationnels s'avère incontournable car elle permet d'identifier toute une gamme d'actifs adaptés aux besoins réels des entreprises et qui sont pourtant « oubliés » ou écartés par les financeurs et investisseurs.

Ceci élargirait notablement le champ d'investigation. L'adoption d'une démarche analytique très fine en termes de risques contribuerait ainsi à relancer significativement le marché de l'investissement.

**Département Etudes & Recherches**

**Mai 2010**