

## Bilan des marchés immobiliers 2008 et perspectives 2009

## Point sur les marchés immobiliers de bureaux en zone Euro :

Le marché de l'investissement en immobilier a marqué un sévère retournement en 2008. Les investissements en immobilier d'entreprise ont ainsi chuté en Europe de 60% pour retrouver les niveaux de 2003. A titre d'illustration, sur le marché immobilier d'Ile-de-France, les investissements sont passés de 18Md€ à 9Md€. Ces chiffres sont le reflet direct de la crise financière qui, en marquant la fin du recours excessif à l'endettement, a écarté un bon nombre d'investisseurs.

Investissements en immobilier en Europe en Md€

	2007	2008	variation 2007/2008
<b>Paris</b>	18,3	8,6	-53%
<b>Madrid (*)</b>	2,3	3,8	-49%
<b>Bruxelles</b>	2,3	1,1	-52%
<b>Francfort</b>	7,9	1,5	-81%
<b>Londres</b>	30,5	10,4	-66%
<b>Europe</b>	95,5	38,6	-60%

Source : Atisreal/CBRE

\* hors transaction exceptionnelle

Par ailleurs, les acheteurs disposant de suffisamment de fonds propres attendent l'ajustement de valeur des actifs immobiliers. Les taux de rendement exigés des meilleurs immeubles ont ainsi progressé de 75 points de base à Bruxelles et jusqu'à 150pb pour Paris et Madrid :

	taux de rendement exigés		variation en points de base
	2007	2008	
<b>Paris</b>	4.25%	5.75%	+150
<b>Madrid</b>	4.5%	6%	+150
<b>Amsterdam</b>	5.9%	6%	+110
<b>Bruxelles</b>	5.5%	6.25%	+75
<b>Francfort</b>	4.55%	5.15%	+76

Source : CBRE/AtisReal

## Le marché locatif

### *Demande placée en milliers de m<sup>2</sup>*

	2007	2008	variation 2007/2008
<b>Paris</b>	2 205	1 931	-12%
<b>Madrid</b>	963	490	-49%
<b>Bruxelles</b>	524	463	-12%
<b>Francfort</b>	629	596	-5%
<b>Londres</b>	1 220	851	-30%
<b>Amsterdam</b>	1 470	1 250	-15%

Source : AtisReal/CBRE

Hormis pour les pays les plus touchés par la crise (Angleterre, Espagne), le marché locatif a mieux résisté que le marché de l'investissement avec une baisse moyenne de la demande placée de l'ordre de -20%. Cette bonne tenue du marché locatif s'explique par le décalage observé entre la crise financière et sa propagation à la sphère réelle.

### *Taux de vacance des marchés de bureaux*

	2007	2008	variation 2007/2008
<b>Paris</b>	4,9%	5,5%	+ 60 pb
<b>Madrid</b>	7,3%	8,9%	+160 pb
<b>Bruxelles</b>	9,3%	9,7%	+ 40 pb
<b>Francfort</b>	12,2%	13,3%	+110 pb
<b>Londres</b>	4,8%	7,2%	+240 pb
<b>Amsterdam</b>	12%	12%	+ 0 pb

Source : AtisReal/JII

Les taux de vacance des marchés de bureaux en Europe ont connu une hausse généralisée de 120pb sous l'effet des premières libérations et des livraisons. Cette hausse de la vacance n'a cependant pas conduit à une baisse de loyers, hormis à Francfort\*, du fait des taux de vacance qui restent encore faibles :

### *Loyers de bureaux en Europe*

	Loyers quartier central des affaires en €/m <sup>2</sup> /moyen		Variation 2007/2008
	2007	2008	
<b>Paris</b>	554	566	+2%
<b>Madrid</b>	314	394	+25%
<b>Amsterdam</b>	340	340	0%
<b>Bruxelles</b>	193	198	+3%
<b>Francfort</b>	289	239	-17%
<b>Londres</b>	542	543	-0,2%

Source : AtisReal

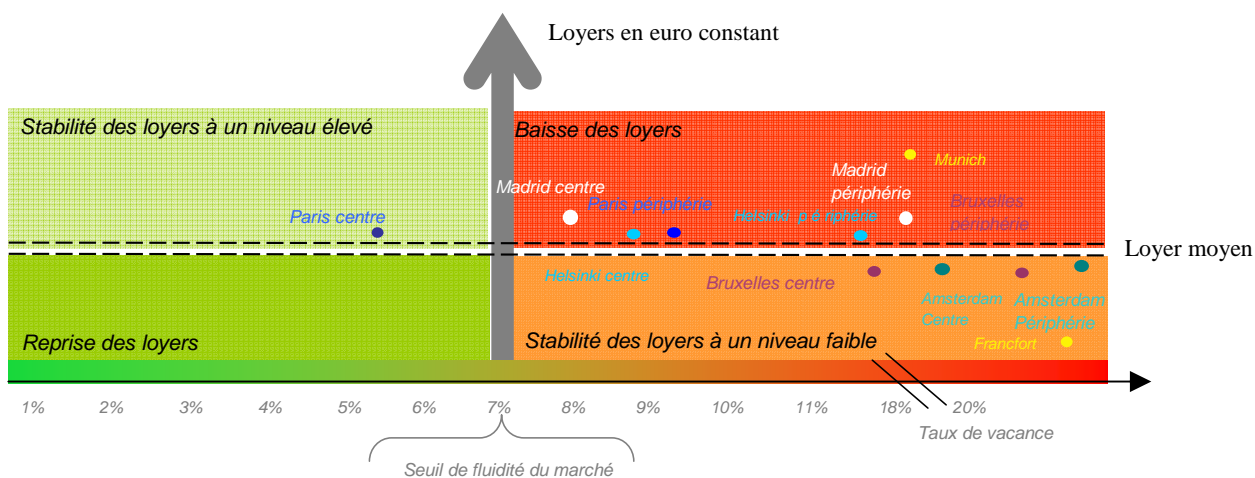
Seule Madrid a maintenu une forte hausse des loyers du fait de l'absence d'offre en centre ville.

\*l'absence de livraison d'immeubles neufs a conduit à la forte baisse du niveau des loyers observé sur les transactions.



## Quelle va être l'impact de la crise économique sur l'évolution des loyers sur les 2 prochaines années ?

### Modèle d'analyse de la vacance à horizon 2010



Source : Acofi Gestion

Notre modèle d'analyse des marchés immobiliers de bureaux consiste à anticiper la variation du taux de vacance des différents marchés de bureaux de la zone Euro à 2 ans, puis de le mettre en perspective avec le niveau des loyers de bureaux.

#### **Résultats du modèle d'analyse :**

- hausse du taux de vacance pour tous les marchés, plus ou moins forte selon le niveau de livraisons futures ;
- baisse attendue des loyers.

Marchés	Croissance du PIB	Taux de vacance 2010	Opinion
Paris centre	-	+	<b>Neutre</b>
Paris périphérie	-	-	<b>Négative</b>
Madrid centre	--	+	<b>Neutre</b>
Madrid périphérie	--	--	<b>Très négative</b>
Amsterdam centre et périphérie	--	-	<b>Très Négative</b>
Bruxelles centre	-	--	<b>Négative</b>
Bruxelles périphérie	-	--	<b>Très négative</b>
Francfort	--	--	<b>Très négative</b>

#### **Principales conclusions de l'impact de la crise sur les marchés de bureaux :**

- La crise économique va se transmettre aux marchés immobiliers à travers la baisse de la demande locative conduisant à un retournement du cycle immobilier sur l'ensemble des marchés.
- Nous gardons une préférence pour le marché parisien qui devrait atteindre un taux de vacance de 8% à horizon 2010, inférieur aux niveaux des autres marchés européens.



## Point sur les marchés immobiliers de centres commerciaux en Europe :

**La consommation en Europe** a marqué le pas en 2008 en s'établissant à +1% (+3% en 2007):

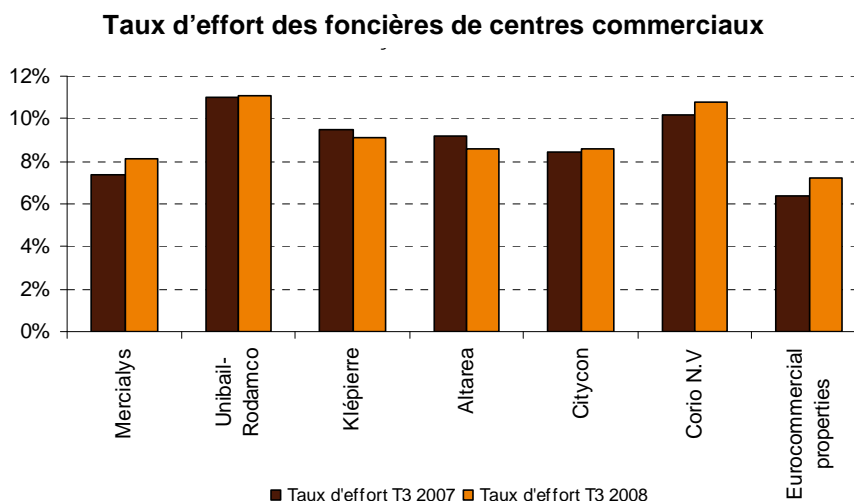
	Consommation des ménages		
	2008	2009	2010
Belgique	0,9%	-0,4%	0,3%
Allemagne	0,0%	0,8%	0,0%
Irlande	-0,9%	-3,3%	0,4%
Espagne	0,4%	-2,6%	0,0%
France	1,1%	0,1%	0,3%
Italie	0,4%	-0,3%	0,7%
Pays-Bas	1,3%	-0,7%	0,3%
Autriche	0,8%	0,5%	0,4%
Portugal	1,4%	-0,2%	0,1%
Finlande	2,2%	0,5%	1,8%
Danemark	0,7%	-0,4%	1,1%
Hongrie	0,7%	-2,6%	0,9%
Pologne	4,9%	3,4%	2,2%
Roumanie	8,0%	1,9%	2,9%
Suède	1,1%	-0,2%	1,4%
Royaume-Uni	1,8%	-2,1%	-0,2%
Europe	1,0%	-0,4%	0,4%

Source : Union européenne

Les prévisions 2009 de la consommation des ménages reflètent un aggravement dans les pays durement touchés par la crise comme l'Irlande et l'Espagne. Les prévisions pour la France restent positives malgré un ralentissement significatif en 2008 de -3,3% (consommation 2007 :+ 4.3%).

Les premières publications des foncières de centres commerciaux font état d'une croissance du chiffre d'affaires des commerçants proche de zéro en moyenne en Europe.

### Les taux d'effort des foncières de centres commerciaux :



Source : Sociétés

Le taux d'effort (rapport entre le loyer et chiffre d'affaires des commerçants) modéré des foncières de centres commerciaux joue le rôle d'amortisseur en période de ralentissement.

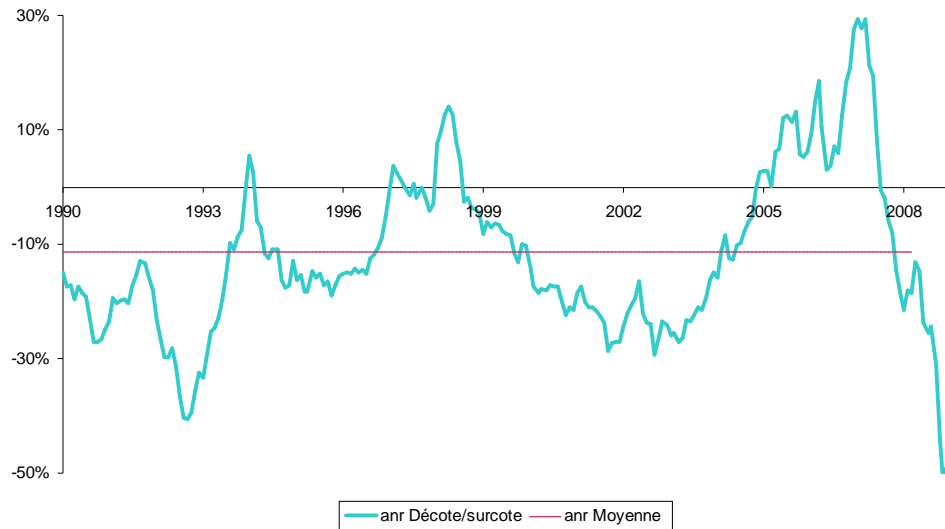
### Conclusion sur les centres commerciaux :

Les centres commerciaux faiblement concurrencés et bénéficiant d'un potentiel de revalorisation locatif important devraient être en mesure d'absorber la baisse de la consommation à court terme. A moyen terme, le niveau de hausse des loyers observé ces dernières années lors des recommercialisations /renouvellements (entre +20% et +25%) devrait marquer le pas du fait de la forte indexation à laquelle les commerçants ont fait face ces dernières années et du ralentissement de la consommation, si celui-ci devait être structurel et non conjoncturel.



## Point sur la valorisation des foncières :

Décote/surcote des foncières en Europe continentale

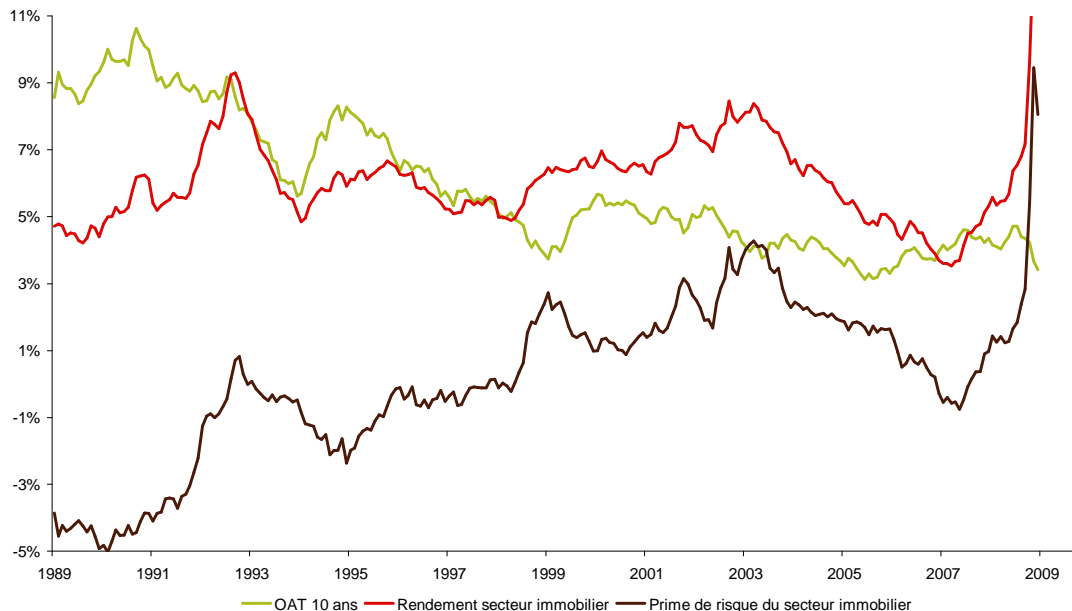


source : Exane

La décote des foncières cotées en Europe en bourse atteint -50% en moyenne par rapport à la valeur de leur actif net réévalué. C'est le plus bas niveau jamais atteint par cet indicateur.

Ce niveau de valorisation correspond, sur la base de l'endettement moyen du secteur de 48% (mesuré par le ratio entre la dette nette et la valeur du patrimoine) à une anticipation de baisse de valorisation des patrimoines de -30%, soit une hausse des taux de rendement de +160bp toutes classes d'actifs confondues.

Prime de risque du secteur immobilier coté



source : Acofi, Exane

Le rendement économique du secteur immobilier coté atteint 10% sur la base des cash flows immobiliers.



Ce rendement fait ressortir une prime de risque de +8% par rapport au taux sans risque. En prenant comme référence la prime de risque moyenne observée depuis 1989 (+1%), cette valorisation anticipe une division par deux des cash flows des foncières ou encore une baisse de 20% des loyers (sur la base d'un endettement de 48%).

### **Conclusions :**

- La propagation de la crise financière à la sphère réelle va dégrader la situation des marchés immobiliers de bureaux.
  - Les marchés de bureaux les plus affectés seront ceux qui conjugueront à la fois une forte hausse du chômage et une offre future importante (périphérie de Madrid).
  - Les centres commerciaux devraient être moins affectés et confirmer leur caractère défensif.
  - La valorisation moyenne du secteur en bourse est cohérente au regard de l'anticipation de la dégradation des marchés immobiliers et du niveau d'endettement moyen des foncières, en revanche, une baisse de loyer de 20% ou des cash flows de 50% n'est pas réaliste pour certaines valeurs, de même qu'une hausse des taux de rendement exigé de 160bp.
- ↳ **Ainsi, le marché immobilier coté présente des opportunités à condition d'être sélectif dans le choix des investissements.**

*Achévé de rédiger le 11 février 2009*

Amal ABOULKHOUATEM

Paul REUGE

Cogérants de Compagnie Immobilière Acofi (Sicav)

# ACOFI

ACOFI Gestion  
Société de gestion de portefeuilles  
31-33, rue de La Baume  
75008 Paris  
Tél. 01 53 76 99 99  
Fax 01 53 76 99 98

