

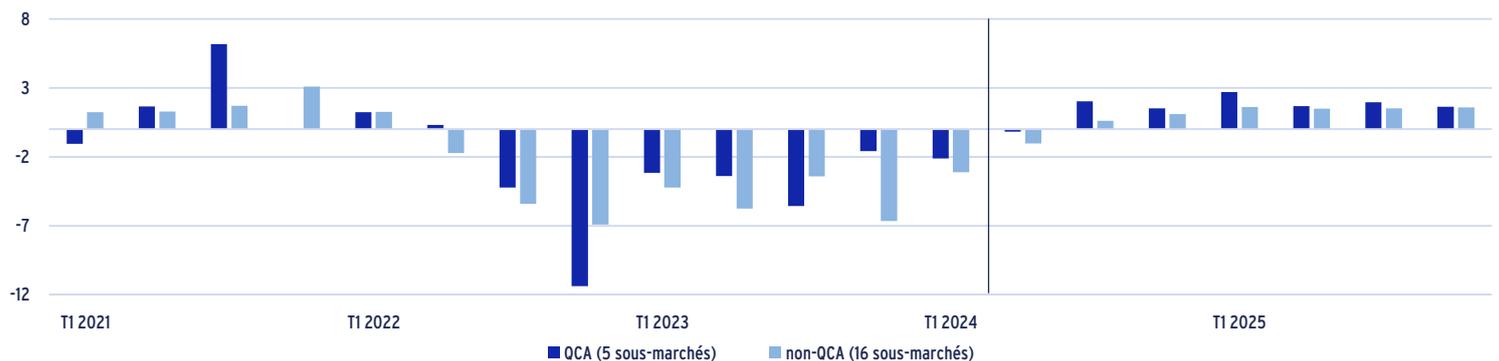
Publication mensuelle

Juin 2024

PRIME TIME POUR LES BUREAUX BIEN LOCALISÉS, LES LOCALISATIONS SECONDAIRES À LA TRAINÉ

- Dans cette étude, nous analysons pour la première fois le marché des bureaux en Europe en allant au-delà du segment prime, afin de mesurer l'ampleur de la polarisation qui s'est accentuée entre les immeubles prime et secondaires avec le développement du travail à distance.
- Le qualificatif de prime fait référence à la fois à l'emplacement de l'actif (central, accessible) et aux caractéristiques intrinsèques de l'immeuble (qualité, services, ESG, etc.). Cette étude se concentre sur les caractéristiques de localisation en raison du manque de données sur la qualité des bâtiments.
- Les marchés européens des bureaux continuent de s'adapter au déploiement du travail à distance. Les taux d'utilisation des bureaux et la consolidation de l'empreinte immobilière des entreprises laissent présager un impact durable sur la demande en surfaces de bureaux.
- La croissance continue de l'emploi de bureau et la stabilisation du nombre de m² moyen par employé compensent partiellement ces impacts. Les fondamentaux de l'offre et de la demande montrent que les marchés sont relativement équilibrés en moyenne en Europe. La croissance du parc, qui était déjà contenue depuis la crise financière de 2008-09, devrait encore être réduite à moins de 1 % par an après un rattrapage modéré post pandémie.
- Simultanément, l'absorption nette devrait revenir à des niveaux plus élevés à partir de 2025. Avec un nombre croissant de reconversions de bureaux, l'offre et la demande devraient se rééquilibrer. Le taux de vacance devrait ainsi culminer à 8 % en 2024 et diminuer de 200 points de base au cours des cinq prochaines années, à mesure que les livraisons de nouveaux projets commenceront à ralentir. Le parc total de bureaux en Europe en m² devrait ainsi atteindre un point haut ces prochaines années.
- Le taux de vacance plus de deux fois supérieur des secteurs hors QCA (10 %) par rapport aux quartiers centraux des affaires (QCA) (4 %) illustre la polarisation du marché. Les quartiers les plus recherchés sont confrontés à un manque d'offre disponible, ce qui entraîne une croissance des loyers prime.
- En revanche, les loyers contractuels moyens sont restés stables, tandis que les franchises accordées aux locataires à la signature d'un bail dans les zones autres que les quartiers centraux des affaires ont augmenté. En raisonnant en loyer économique (hors franchises), les loyers secondaires ont donc baissé bien davantage que les loyers prime. Combiné à un niveau général élevé de dépenses d'investissement (capex) dans le secteur des bureaux, cela signifie que le revenu net d'exploitation pour les investisseurs en bureaux est souvent décevant.
- En outre, l'efficacité énergétique est devenue une obligation réglementaire avec un reporting des données réelles de consommation d'énergie pour répondre aux exigences des régulateurs, des locataires (potentiels) et des futurs acheteurs. Cela devrait encore exacerber le fossé actuel entre les actifs prime et secondaires et augmenter encore les dépenses d'investissement nécessaires pour verdir les immeubles.
- Le marché européen de l'investissement dans les bureaux reste atone, avec des volumes investis en 2023 proches d'un point bas historique. Cela s'explique par les inquiétudes des investisseurs concernant l'impact du travail à distance et leur besoin de diversifier leur portefeuille immobilier actuellement sur-alloué aux bureaux.
- L'écart record de 140 points de base entre les taux de rendement des QCA et des secteurs hors-QCA confirme la bifurcation du marché. Les actifs prime bien situés restent recherchés par de nombreux investisseurs. Les difficultés de refinancement restent également importantes pour les bureaux en Europe et devraient essentiellement concerner des actifs secondaires.
- À l'avenir, la valeur des bureaux prime devrait se redresser plus rapidement que celle des bureaux secondaires à partir du second semestre 2024, après une baisse de prix significative de plus de 32 % pour les bureaux QCA et de 38 % pour les bureaux hors QCA depuis le milieu de l'année 2022. Cela offre un point d'entrée attractif pour de nouveaux investissements en bureaux prime. Les rendements totaux attendus pour des investissements dans les bureaux prime devraient s'élever à 9,6 % par an en Europe, sous l'effet conjugué d'une compression moyenne des taux de rendement de 60 points de base et d'une solide croissance des loyers prime. C'est le rendement total attendu le plus élevé de tous les secteurs immobiliers.

Croissance des valeurs en capital (variation trimestrielle, %), QCA vs non-QCA - Moyenne de 5 marchés (Paris, Londres, Amsterdam, Barcelone, Madrid) et 21 sous-marchés



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie, Juin 2024

LA DEMANDE EN SURFACES DE BUREAUX TOUJOURS ORIENTÉE À LA BAISSÉ EN RAISON DU DÉPLOIEMENT DU TRAVAIL À DISTANCE L'EMPLOI DE BUREAU RESTE UN MOTEUR ESSENTIEL

- L'emploi de bureau en Europe (y compris au Royaume-Uni) a connu une croissance régulière depuis les années 2000, seulement interrompue par la crise financière mondiale et par la pandémie de Covid.
- La croissance de l'emploi de bureau devrait ralentir pour atteindre une moyenne de 0,7 % par an au cours des cinq prochaines années, contre 1,8 % au cours des cinq dernières années, mais elle devrait rester positive. Il s'agira d'un moteur essentiel de la demande de surfaces de bureaux.
- En effet, le ratio de m² de bureaux occupés par employé est en baisse constante depuis 2000, en raison de la densification des espaces avec l'open space, le développement du travail à distance et des politiques de flex office (pas de bureau attiré). Le ratio moyen de postes de travail par employé est maintenant de 0,7.
- Le nombre moyen de m² d'espaces de bureau par employé est passé de 12 m² en 2000 à 9 m² en 2023, soit une baisse de 24 %. Une stabilisation à ce niveau est attendue dans les années à venir.
- La capacité des utilisateurs à réduire leur empreinte immobilière dépendra de leur capacité à gérer les pics d'utilisation de leurs bureaux entre les jours de la semaine et à mettre en œuvre le flex office.

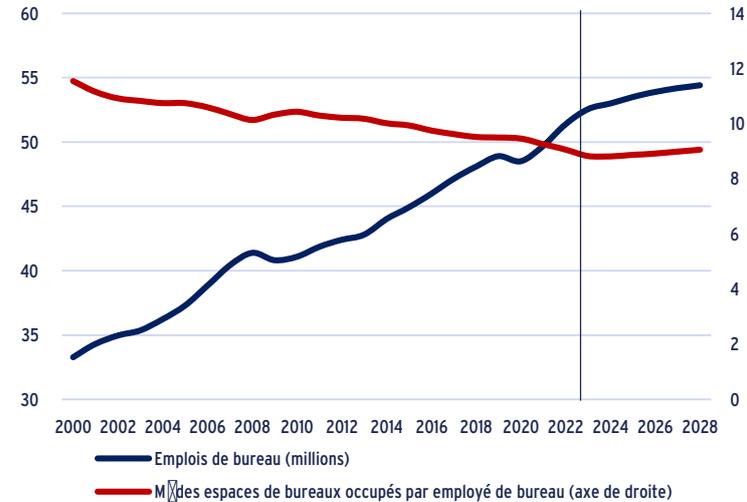
LE PARC OCCUPÉ DEVRAIT ENCORE DIMINUER

- Selon la dernière enquête Urbanite menée auprès de 105 entreprises internationales présentes dans 25 pays, couvrant environ 45 millions de m² d'occupation de bureaux, le taux d'occupation s'élève actuellement à 38 %, bien en dessous des niveaux d'avant la pandémie d'environ 60 %.
- Les entreprises juridiques ont le taux de retour au bureau le plus élevé (56 %), tandis que les entreprises du secteur de la Banque, Finance et l'Assurance ont étonnamment le taux le plus bas (24 %).
- Selon les répondants à l'enquête, une nouvelle réduction de 15 % de l'empreinte immobilière est anticipée par les répondants à l'enquête au cours des cinq prochaines années.
- Ce chiffre est inférieur aux 18 % de la même enquête réalisée l'année dernière, car de nombreuses entreprises ont déjà commencé à consolider leur parc de bureaux au cours de l'année écoulée.
- Les secteurs d'activité, tels que les services financiers ou le secteur des nouvelles technologies, qui affichent les taux d'occupation les plus faibles pour les bureaux, sont également ceux qui prévoient les réductions de surfaces les plus importantes.

LE TRAVAIL À DISTANCE EST APPELÉ À PERDURER

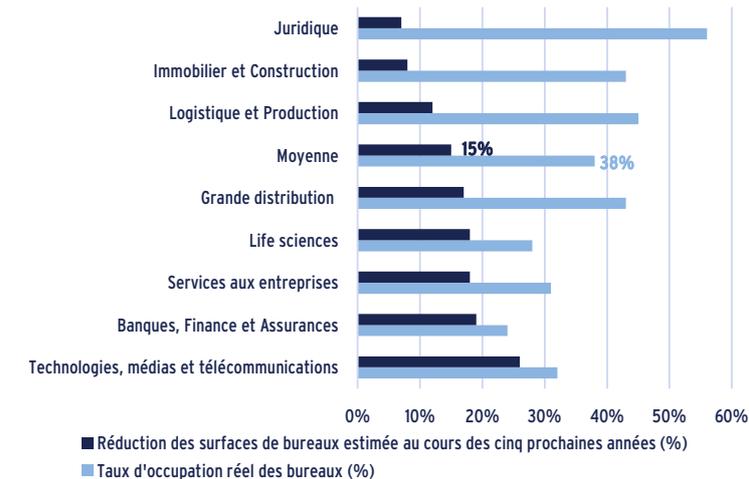
- Les données sur l'occupation réelle des bureaux sont assez fragmentaires en Europe, mais elles montrent une tendance à la stabilisation des pratiques de travail à distance.
- Les dernières données disponibles de Savills sur l'occupation moyenne des bureaux montrent que les taux d'occupation ont augmenté de 56 % en 2023 à 59 % en 2024, ce qui reste nettement inférieur au niveau de 75 % enregistré avant la Covid. L'estimation du ratio d'utilisation des bureaux de JLL est plus élevée, à 73 % en 2023.
- Les données sur l'utilisation des bureaux communiquées par Remit Consulting au Royaume-Uni se distinguent par des niveaux beaucoup plus bas, reflétant le recours plus important au travail à distance au Royaume-Uni que sur le continent.
- Ce constat est confirmé par d'autres sources telles qu'Urbanite. L'allocation moyenne de travail à distance par semaine est en effet de 3 jours par semaine au Royaume-Uni, contre 2,5 en Europe et en Amérique du Nord.
- Il convient de noter que les sources utilisent des définitions et des points de départ différents, mais confirment toutes que le travail à distance est appelé à perdurer.

Emplois de bureau (millions) et ratio de m² occupés par employé de bureau (axe de droite), UE + Royaume-Uni



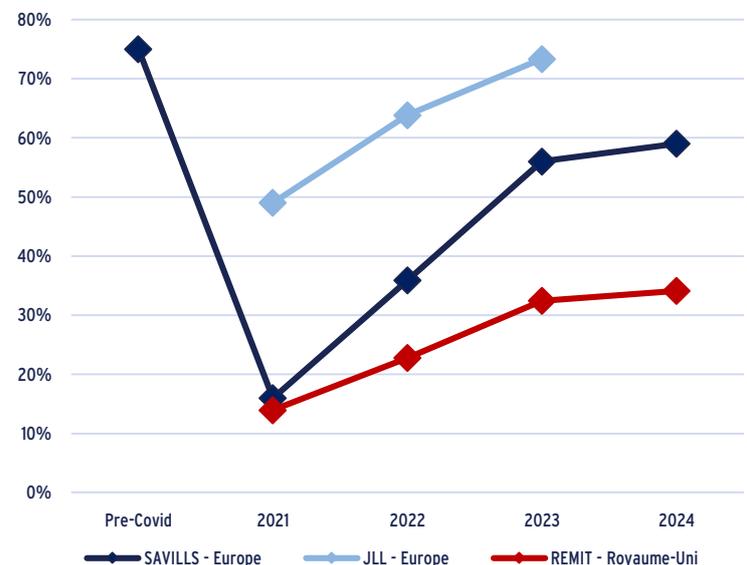
Sources : Oxford Economics, CBRE, AEW Recherche & Stratégie, Juin 2024

Taux d'occupation réel des bureaux (%) et réduction des surfaces de bureaux estimée au cours des cinq prochaines années (%) - 2024



Sources : Urbanite, AEW Recherche & Stratégie, Juin 2024

Taux d'occupation réel des bureaux (%)



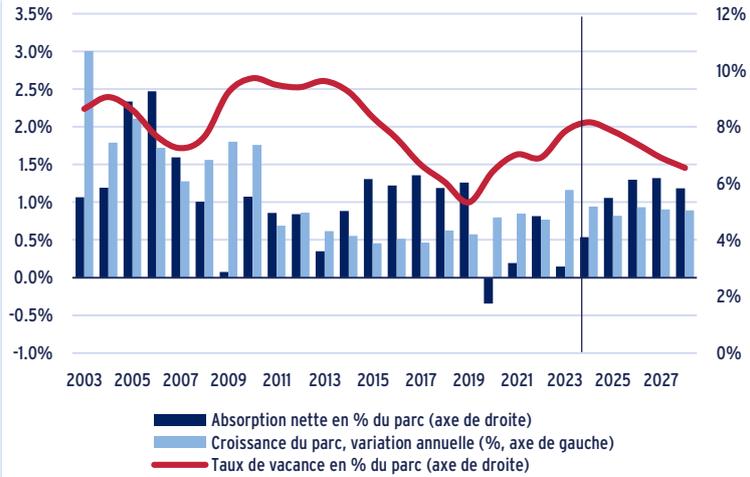
Sources : Savills, Remit, JLL, AEW Recherche & Stratégie, Juin 2024

LES MARCHÉS DES BUREAUX DEVRAIENT SE RÉÉQUILIBRER AVEC UNE OFFRE NEUVE À VENIR LIMITÉE

LE TAUX DE VACANCE DEVRAIT BAISSER À 6 % D'ICI 2028

- L'absorption nette, ou la demande placée « nette », mesure l'évolution du parc de bureau occupé. Dans notre moyenne des 26 marchés européens, l'absorption nette devrait se redresser au cours des cinq prochaines années, car de nombreuses entreprises ont déjà mis en œuvre des mesures de réduction des coûts.
- Le taux de vacance moyen en Europe s'élève actuellement à 8,0 %, ce qui représente une forte augmentation par rapport au niveau de 4,7 % pré-Covid, mais reste bien en deçà du pic de 10 % atteint en 2003-2004 et du niveau atteint après la crise financière mondiale en 2009.
- Le taux de vacance devrait atteindre son maximum d'ici 2024, lorsque les livraisons de nouveaux projets commenceront à ralentir. Cela se reflète dans la croissance plus faible du parc attendue dans les années à venir (1,1 % par an sur 2024-2028), avec une absorption nette supérieure aux nouvelles livraisons de bureaux à partir de 2025.
- Ce rééquilibrage prévu de l'offre et de la demande signifie que le taux de vacance moyen sur les 26 marchés de bureaux européens couverts devrait baisser à environ 6 % d'ici 2028.

Absorption nette et taux de vacance (axe de droite) en % du parc (%) et croissance du parc (%) - Moyenne de 26 marchés européens

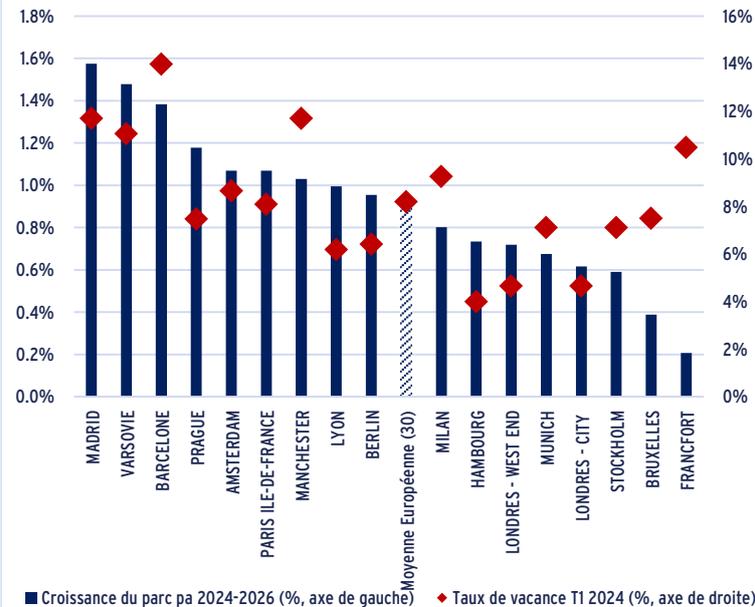


Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

LE PARC TOTAL EN M² DEVRAIT CROÎTRE DE 0,9 % PAR AN

- Les préoccupations concernant les bureaux se sont concentrées sur la demande future, mais il est important de prendre également en compte l'offre neuve attendue ces prochaines années.
- CBRE prévoit que le parc de bureaux augmentera de 0,9 % par an au cours des deux prochaines années sur les 26 marchés pour lesquels des données sont disponibles. Ce chiffre est légèrement inférieur à la moyenne historique de 1,1 % par an (2003-2023).
- Madrid, Barcelone et Varsovie, où les taux de vacance actuels sont élevés, seront vulnérables car ils devraient également connaître une forte augmentation du parc. Londres et certains marchés allemands avec une faible croissance attendue du parc et un taux de vacance actuel inférieur à la moyenne sont mieux positionnés.
- Au-delà de 2026, l'offre nouvelle devrait diminuer car :
 - La hausse des taux d'intérêt et l'aversion au risque des prêteurs à l'égard des bureaux limite l'accès au financement des nouveaux projets et en augmentent le coût.
 - La baisse des prix de vente anticipés et l'augmentation des coûts de construction (matériaux et salaires) ont érodé la rentabilité des projets récemment lancés par les promoteurs.
 - Les réglementations environnementales relatives aux émissions de carbone sur l'ensemble du cycle de vie incitent les investisseurs à rénover les bâtiments existants plutôt qu'à construire de nouveaux immeubles de bureaux.

Croissance annuelle future du parc en % (2024-2026) et taux de vacance au T1 2024 par marché

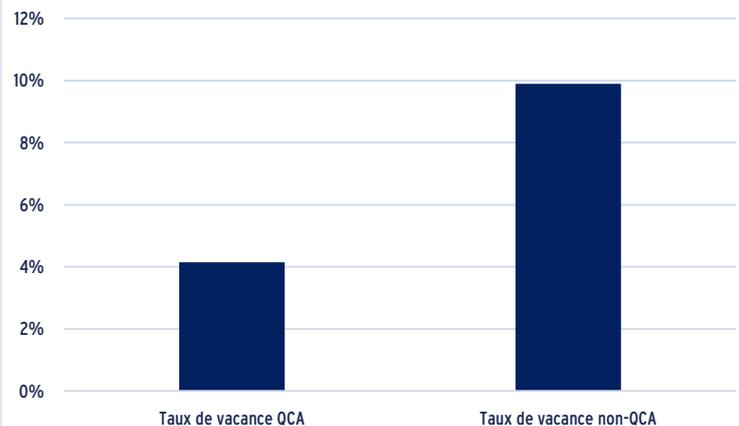


Sources: CBRE, BNP Paribas, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

LA VACANCE HORS-QCA DEUX FOIS PLUS ÉLEVÉE QUE DANS LES QCA

- Le marché européen des bureaux se divise entre les quartiers centraux des affaires où la dynamique de la demande reste forte et les sous-marchés de bureaux plus périphériques, moins attractifs après la pandémie.
- Le taux de vacance actuel dans les quartiers centraux est de 4,2 % (moyenne de 10 marchés de bureaux européens), contre un peu moins de 10 % pour les sous-marchés non centraux.
- Les emplacements centraux bénéficiant d'une excellente accessibilité avec les transports publics sont en effet considérés comme essentiels pour attirer et fidéliser les employés, en particulier lorsque les taux de chômage sont faibles.
- Les occupants privilégient désormais les emplacements plus centraux et peuvent se le permettre en réduisant leur empreinte immobilière. Cela explique également pourquoi la croissance des loyers des bureaux prime a été si forte après la pandémie.
- Cette tendance devrait se poursuivre. Dans l'enquête Urbanite 2024, 9 entreprises sur 10 ont déménagé ou prévoient de le faire vers des emplacements plus centraux.

Taux de vacance QCA vs non-QCA - Moyenne de 10 villes européennes (%) - T1 2024



Sources: CBRE, Urbanite, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

Le taux de vacance non-QCA est calculé comme suit : nombre total de m² vacants dans tous les sous-marchés à l'exclusion du QCA divisé par le parc total à l'exclusion du QCA pour donner une image plus précise.

LES RECONVERSIONS ET LES RÉNOVATIONS DE BUREAUX DÉFINIRONT LE PROCHAIN CYCLE - ET NON L'OFFRE NEUVE

LE PARC TOTAL EN M² PROCHE D'UN POINT HAUT EN EUROPE

- Le parc total de bureaux en Europe s'élève actuellement à 370 millions de m². Sur les plus grands marchés de bureaux (39 marchés au total), cela représente une croissance de 5 %, soit 18 millions de m², depuis 2015.
- En raison des inquiétudes croissantes concernant la demande future de bureaux, les investisseurs et les prêteurs sont moins enclins à financer le développement d'immeubles de bureaux spéculatifs ou seulement partiellement pré-loués. Cela signifie que le parc total de bureaux en Europe atteindra probablement un point haut dans les années à venir.
- Alors que les nouveaux développements de bureaux continuent d'ajouter des m² au parc, la reconversion d'immeubles de bureaux a également retiré des m² du marché, en particulier sur les marchés régionaux aux Pays-Bas et au Royaume-Uni où le parc de bureaux a été réduit de plus de 15 % depuis le point haut de 2013-2014. Au total, 20 millions de m² d'espaces de bureaux ont été transformés depuis 2014 en Europe. Cette tendance devrait s'accélérer à l'avenir alors que de plus en plus de bureaux deviennent obsolètes.
- L'accent étant mis actuellement sur les émissions de carbone sur l'ensemble du cycle de vie de l'immeuble, les régulateurs encouragent de plus en plus la rénovation des bâtiments existants plutôt que la démolition/reconstruction - ce qui soulève de nouveaux enjeux financiers, techniques et de qualité des bâtiments.

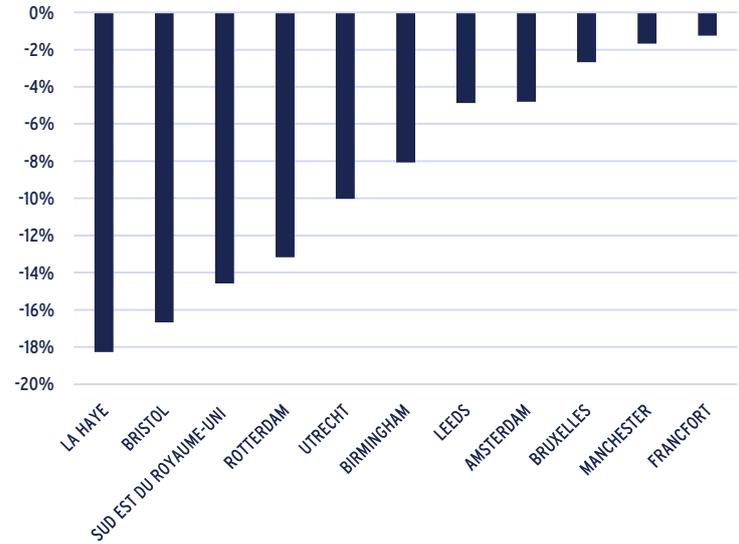
AUGMENTATION DE LA RENTABILITÉ DES TRANSFORMATIONS

- La réhabilitation de bureaux en d'autres usages, notamment en logements, est aujourd'hui souvent évoquée comme solution pour offrir une seconde vie à des immeubles de bureaux vacants et obsolètes et pour augmenter le parc de logements dans les marchés tendus.
- Jusqu'à présent, les transformations de bureaux se sont avérées limitées en raison de difficultés techniques (profondeur des plateaux limitant la lumière naturelle, réglementation incendie, taille des bâtiments, etc.), du manque de soutien des autorités locales et des coûts élevés qui rendent de nombreux projets potentiels non rentables.
- La valeur plus élevée des bureaux au m² - par rapport aux prix des logements au m² - a longtemps été considérée comme un frein. Mais avec la baisse des prix significative enregistrée depuis la hausse des taux d'intérêt, c'est moins le cas aujourd'hui, notamment dans les secteurs périphériques où le taux de vacance des bureaux est élevé, tels que Paris - Péri-Défense, Amsterdam - Sud Est et Londres - Docklands.
- Cela a certainement contribué à l'augmentation des projets de réhabilitation en Europe, ainsi que l'assouplissement des réglementations d'urbanisme pour faciliter le changement d'usage, malgré un environnement financier moins favorable.

L'EFFICACITÉ ÉNERGÉTIQUE, UN AUTRE FACTEUR DE POLARISATION

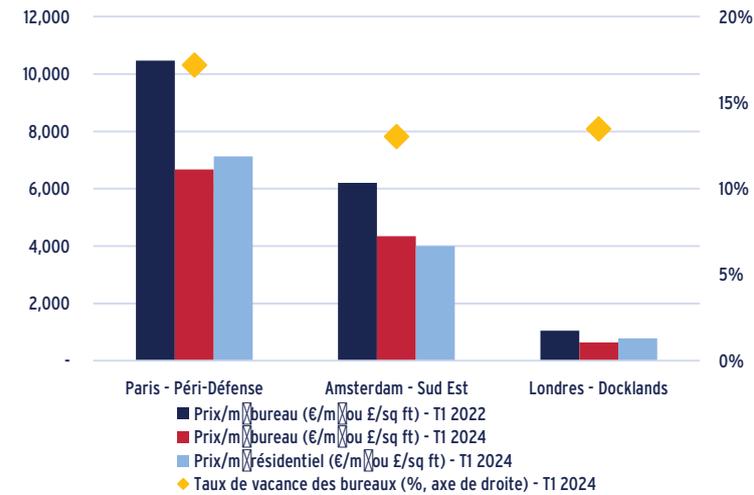
- L'intensité énergétique devient un autre facteur clé de différenciation entre les actifs prime et les actifs secondaires. Les données de Deepki, basées sur la consommation réelle d'énergie à la source de production, permettent de comparer les 15 % et 30 % les plus performants en comparant l'intensité énergétique moyenne des bureaux par m².
- Les 15 % d'immeubles de bureaux les plus efficaces ont une consommation d'énergie réelle de 82 kWh/m²/an, soit la moitié de la consommation d'énergie de l'ensemble de l'échantillon de bureaux (160 kWh/m²/an). Les différences entre les marchés sont également significatives, l'intensité énergétique étant par exemple plus élevée au Royaume-Uni.
- Pour avoir une idée plus précise de l'efficacité énergétique des immeubles de bureaux, il serait souhaitable de calculer l'intensité énergétique par employé afin de prendre en compte la densité d'occupation. Cela pourrait expliquer pourquoi les bureaux au Royaume-Uni, qui ont une densité d'occupation plus élevée que sur le continent, ont une consommation d'énergie par m² plus importante.
- En France, le décret tertiaire permet d'ajuster les objectifs d'intensité énergétique en fonction de l'occupation des bureaux, du nombre de m² par poste de travail et de l'intensité d'utilisation (heures d'ouverture).

Evolution du du parc de bureaux en m² par marché depuis le point haut (%) - Sélection de marchés



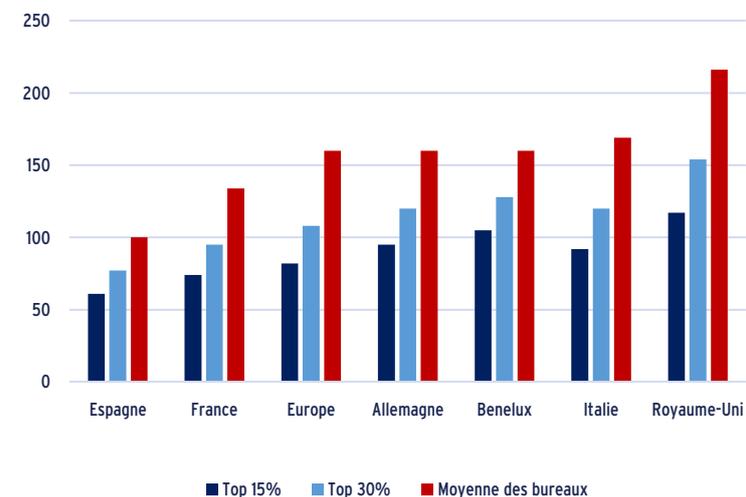
Sources: CBRE, AEW Research & Strategy, au T1 2024

Valeur des bureaux et du résidentiel (€/m² ou £/sq ft pour Londres) et taux de vacance des bureaux au T1 2024 (% , axe de droite)



Sources: CBRE, Meilleurs Agents, City of Amsterdam, AEW Research & Strategy, au T1 2024

Consommation d'énergie finale (kWh/m²/an) des bureaux par pays



Sources: Deepki, AEW Research & Strategy, Juin 2024

AU-DELÀ DU PRIME : UNE CROISSANCE LIMITÉE DES LOYERS ET DES MESURES D'ACCOMPAGNEMENT ÉLEVÉES DANS UN SECTEUR OÙ LES CAPEX SONT IMPORTANTS

LES LOYERS MOYENS STAGNENT A L'INVERSE DES LOYERS PRIME

- La plupart des données collectées sur les loyers de bureaux concernent des espaces de bureaux prime.
- CBRE suit également les loyers moyens pondérés signés, dans neuf marchés européens (Paris, Berlin, Francfort, Munich, Hambourg, Düsseldorf, Milan, Bruxelles et Varsovie).
- Alors que les loyers des bureaux prime sur ces neuf marchés ont augmenté de 2,8 % par an depuis 2011, les loyers contractuels moyens ont augmenté de 2,3 % par an au cours de la même période.
- Plus récemment, la bifurcation s'est accentuée puisque les loyers moyens ont diminué de 1 % en glissement annuel au premier trimestre 2024, tandis que les loyers des bureaux prime ont augmenté de 6 %.
- De nombreux utilisateurs ont sécurisé des espaces de bureaux prime dans les meilleurs emplacements à un coût élevé. Cela devrait soutenir la croissance des loyers prime à l'avenir dans les sous-marchés de bureaux les plus recherchés et les moins bien pourvus.
- Les marchés qui devraient surperformer en termes de croissance prévue des loyers prime au cours des cinq prochaines années sont Londres - City (4,9 % par an), Londres - Southbank (4,3 % par an) et Londres - West End, Amsterdam et Barcelone (3,5 % par an respectivement).

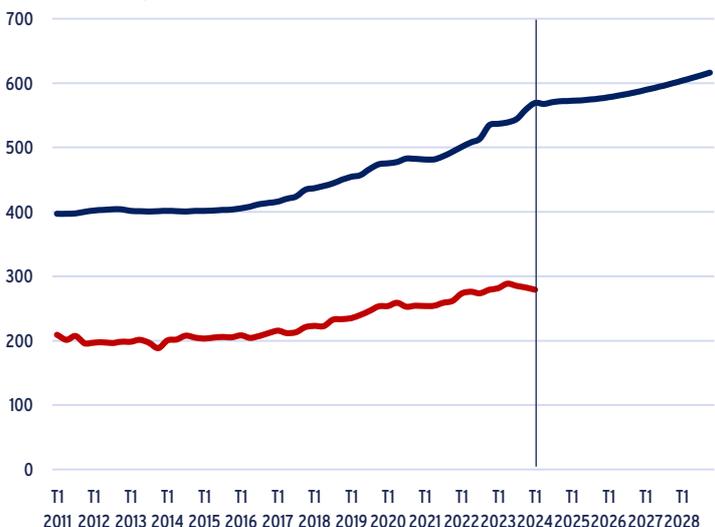
LE SECTEUR, GOURMAND EN CAPEX, VA LE DEVENIR DAVANTAGE

- Un autre facteur important, mais souvent négligé, est le ratio plus élevé des dépenses d'investissement (capex) en pourcentage du revenu locatif brut pour les bureaux par rapport à d'autres typologies immobilières.
- Selon les données de l'INREV Asset Level Index, les capex investis par les investisseurs institutionnels sont les plus élevés en pourcentage du revenu locatif brut pour les bureaux (21 %). Ces chiffres sont calculés pour les actifs stabilisés uniquement, ce qui exclut les développements et les rénovations.
- Ces estimations sont fondées sur les données depuis la création de l'indice en 2014, jusqu'en 2023.
- Cependant, les capex à investir sont susceptibles d'augmenter davantage en raison d'un taux d'obsolescence plus rapide pour les bureaux et de réglementations d'efficacité énergétique plus strictes.

LES ÉCARTS DE FRANCHISES REFLÈTENT LA POLARISATION DU MARCHÉ

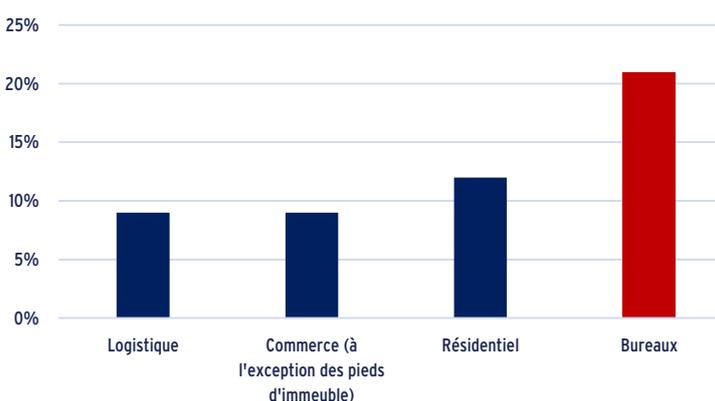
- Pour mieux saisir l'ampleur de la bifurcation sur le marché des bureaux, il est fondamental d'examiner également les mesures d'accompagnement.
- Il s'agit de périodes de franchise de loyer, de loyers progressifs et financements de travaux convenus par le propriétaire pour conclure un bail avec un locataire. Ces incitations sont calculées en pourcentage du loyer facial total à payer pendant toute la durée du bail.
- Les mesures d'accompagnement sont rarement communiquées. Selon BNP Paribas Real Estate, les franchises sont généralement faibles sur les marchés allemands (entre 4 % à Hambourg et 7 % à Francfort), et plus élevées à Paris (23 %), Londres (24 %) et Varsovie (35 %).
- Au sein d'une ville, les niveaux de mesures d'accompagnement varient considérablement d'un sous-marché à l'autre. Si l'on prend l'exemple de Paris, les franchises vont actuellement de 16 % des loyers faciaux dans Paris QCA à un niveau record de 40 % à La Défense.
- Les loyers économiques sont donc nettement inférieurs aux loyers faciaux dans certains sous-marchés, même si les données disponibles ne nous permettent pas de les mesurer dans tous les marchés de bureaux que nous couvrons en Europe.

Loyers des bureaux prime par rapport aux loyers moyens - Moyenne de 9 marchés de bureaux européens



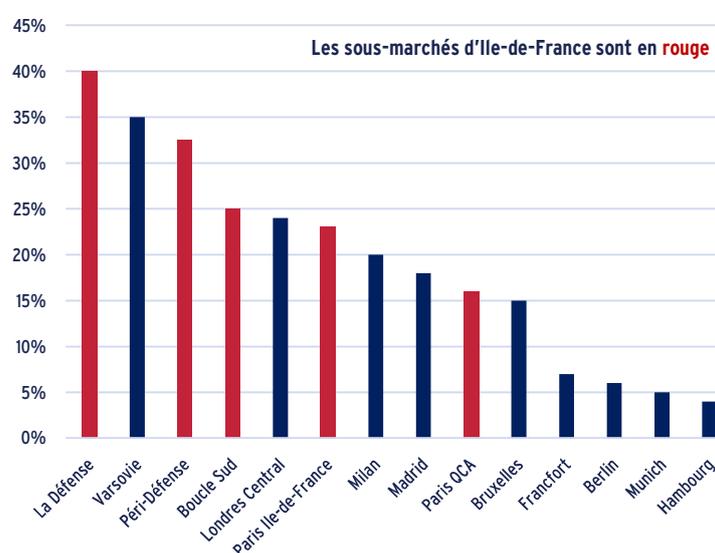
Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

Capex en % des revenus locatifs bruts (actifs stabilisés uniquement, moyenne France/Allemagne/Pays-Bas, 2014-2023)



Sources: INREV, AEW Recherche & Stratégie, Juin 2024

Mesures d'accompagnement en % des loyers faciaux sur toute la durée du bail, par marché



Sources: BNP Paribas Real Estate, Immostat, AEW Recherche & Stratégie, Juin 2024

FOCUS SUR LE MARCHÉ DES BUREAUX EN ILE-DE-FRANCE

SEUL PARIS INTRA MUROS CONNAIT UNE HAUSSE DES LOYERS DE SECONDE MAIN

- Les données sur les valeurs locatives sont généralement disponibles pour le segment « prime » du marché, c'est-à-dire pour des immeubles neufs ou restructurés.
- Les données de MBE Conseil sur les loyers de seconde main permettent d'analyser les dynamiques de croissance locative pour des immeubles de seconde main qui composent l'essentiel du marché, et ce depuis 1992.
- La polarisation entre Paris intra muros et la première couronne (composée du Croissant Ouest qui correspond au département des Hauts-de-Seine, et le reste de la 1^{ère} couronne) ressort clairement.
- Les loyers de seconde main ont en effet connu une croissance quasi-interrompue depuis 2003 (sauf en 2009) dans le quartier central des affaires (QCA), qui correspond au 8^{ème} arrondissement et à une partie des 1, 2, 16 et 17 arrondissements. C'est également le cas dans le reste de Paris intra muros.
- À l'inverse, les loyers de seconde main dans le Croissant Ouest et en 1^{ère} couronne sont restés stables depuis la crise financière et sont aujourd'hui orientés à la baisse, notamment si on intègre les mesures d'accompagnement (loyers économiques).

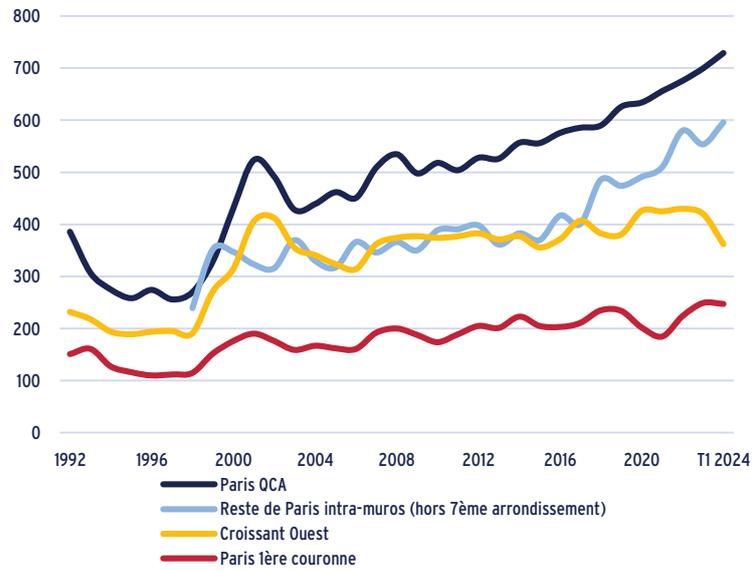
LES UTILISATEURS LOUENT POUR PLUS LONGTEMPS DANS LE QCA

- Les données sur la durée ferme moyenne des baux reflètent également la polarisation croissante du marché des bureaux francilien entre Paris QCA et les autres secteurs.
- Alors que la tendance est vers davantage de flexibilité, avec des utilisateurs qui s'engagent sur des baux de plus en court, on constate une tendance inverse dans Paris QCA depuis la pandémie de Covid-19.
- La durée ferme moyenne des baux à Paris QCA s'est ainsi allongée, passant de 6,7 ans fin 2020 à 7,4 ans au T1 2024.
- Avec l'assèchement de l'offre disponible dans le QCA où le taux de vacance atteint 2,2 %, les utilisateurs cherchent en effet à sécuriser les immeubles les plus centraux et les plus accessibles, et sont prêts à s'engager sur des durées fermes plus longues qu'auparavant.

GRAND ÉCART ENTRE MARCHÉS CENTRAUX ET PÉRIPHÉRIQUES

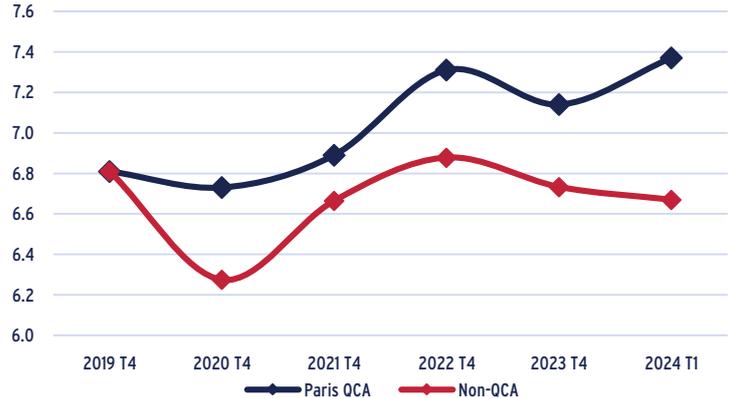
- La polarisation entre marchés centraux et marchés périphériques se reflète tant dans les taux de vacance que dans les taux de rendement prime. Les données utilisées ici sont à l'échelle de l'arrondissement ou de la commune, et non du secteur Immostat, pour plus de précision.
- Les marchés centraux tels que Paris QCA et autres secteurs parisiens (à l'exception des 18/19/20 arrondissements) se démarquent par leur faible taux de vacance et taux de rendement.
- En dehors de Paris intra muros, les marchés aux taux de vacance les plus faibles sont Neuilly-sur-Seine, Vincennes et Issy-les-Moulineaux.
- A l'inverse, les marchés de la première couronne nord (St-Denis, St-Ouen, Clichy) où de nombreux bureaux ont été livrés en blanc ces dernières années en anticipation de l'extension de la ligne 14, souffrent d'un taux de vacance élevé, supérieur à 20 %.
- Courbevoie (hors La Défense) se démarque avec le taux de vacance le plus élevé (plus de 40 %).
- Les taux de rendement prime indiqués ici sont des estimations théoriques. Le manque de transactions et les écarts toujours importants entre attentes des vendeurs et des acheteurs en termes de prix, ne permet pas d'avoir des données fiables sur les taux de rendement prime de marché.

Valeurs locatives faciales moyennes de seconde main (€/m²/an)



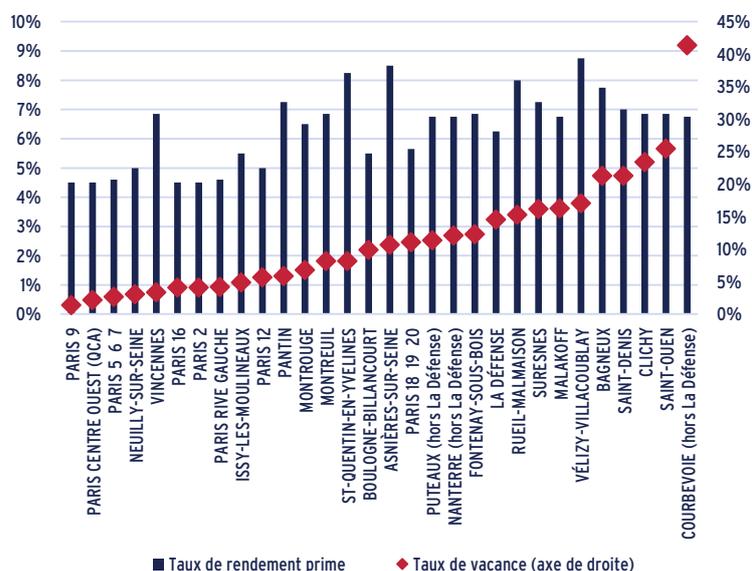
Sources: MBE Conseil, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

Durée ferme moyenne des baux signés par marché (en années)



Sources: MBE Conseil, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

Taux de rendement prime (% , axe de gauche) et taux de vacance (% , axe de droite) au T1 2024



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

UN MARCHÉ DE L'INVESTISSEMENT QUI SE RÉTRÉCIT, LES INVESTISSEURS SE DÉTOURNANT DES BUREAUX

BAISSE DU NOMBRE DE TRANSACTIONS DE BUREAUX

- Les volumes investis dans les bureaux en Europe ont atteint 43 milliards d'euros en 2023, soit une baisse de 56 % par rapport à 2022 et de 60 % par rapport à 2021. Ce chiffre est également très proche du point bas de 2009 (39 milliards d'euros) atteint après la crise financière mondiale.
- Alors qu'une baisse similaire peut être observée dans de nombreux autres marchés immobiliers, les bureaux ont été les plus touchés, les investisseurs étant de plus en plus préoccupés par les fondamentaux du secteur et leur exposition à ce dernier.
- En effet, selon l'enquête INREV sur les intentions d'investissement, seuls 52 % des répondants prévoient d'investir dans les bureaux en 2024, contre 84 % en 2021. Le secteur des bureaux a aussi vu sa part de volumes d'investissement diminuer de 43 % avant la pandémie à 22 % au 1er trimestre 2024. Le marché français, où les bureaux représentent traditionnellement 60 % des volumes investis, a été particulièrement affecté.
- La plupart des investisseurs institutionnels sont désormais prêts à réduire leur exposition au secteur des bureaux. De nombreux fonds grand public, traditionnellement sur-alloués aux bureaux, cherchent également à se diversifier.

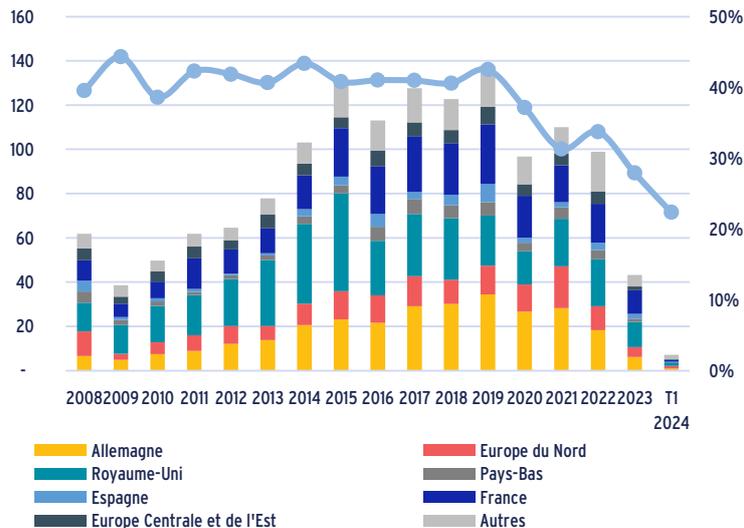
LES INVESTISSEMENTS DANS LES QCA DEVRAIENT REBONDIR

- Les transactions de bureaux restent rares, ce qui complique l'estimation des valeurs et des taux de rendement pour les investisseurs et les experts. Les écarts entre les attentes des vendeurs et des acheteurs demeurent élevés.
- Le marché est actuellement concentré sur des transactions de petites tailles très bien localisées. Les acquéreurs actifs aujourd'hui comprennent des family offices/HNWI et des propriétaires occupants qui investissent en bas de cycle et qui se concentrent sur la détention à long terme. Les investisseurs institutionnels manifestent toujours de l'intérêt mais uniquement pour des actifs très bien situés.
- Si l'on considère les volumes investis dans les quartiers centraux par rapport aux autres secteurs, en pourcentage des volumes totaux investis dans l'immobilier, la tendance à la baisse est très similaire.
- Néanmoins, on peut s'attendre à une reprise des investissements dans les QCA dans les années à venir avec le rebond de la liquidité et de l'appétit des investisseurs pour des actifs jugés résilients, ainsi qu'avec le redressement des prix.

LES DIFFICULTÉS DE REFINANCEMENT RESTENT IMPORTANTES

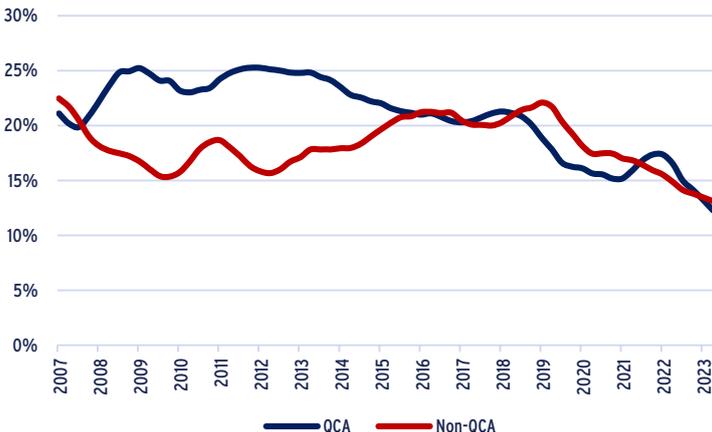
- Les difficultés de refinancement demeurent un défi pour les investisseurs. Notre estimation du déficit de financement représente l'écart entre le montant de la dette initialement garantie et le montant disponible pour le refinancement à l'échéance du prêt.
- Notre estimation est fondée sur les baisses attendues de valeur du collatéral immobilier qui entraînent une augmentation du ratio LTV au moment du refinancement, sur l'impact de taux d'intérêt plus élevés sur les ratios de couverture des intérêts (ICR) et sur des niveaux de LTV plus faibles offerts par les prêteurs à l'octroi du crédit.
- Notre estimation du déficit de financement est relative afin de tenir compte des différences dans les volumes d'acquisition et de production de crédit entre les secteurs immobiliers.
- Si l'on compare les secteurs immobiliers, les prêts garantis par des bureaux affichent un déficit de financement relatif plus élevé, avec 21 % des volumes de prêts octroyés en 2018-21 qui devraient être confrontés à des problèmes de refinancement, contre 25 % pour les commerces, 15 % pour le résidentiel et seulement 6 % pour la logistique.
- Notre estimation du déficit de financement devrait encore accentuer la bifurcation du marché, car les baisses de valeur en capital devraient se concentrer sur des actifs ou des localisations secondaires.

Volumes d'investissement en bureaux et part des bureaux (%) dans le volume total des investissements



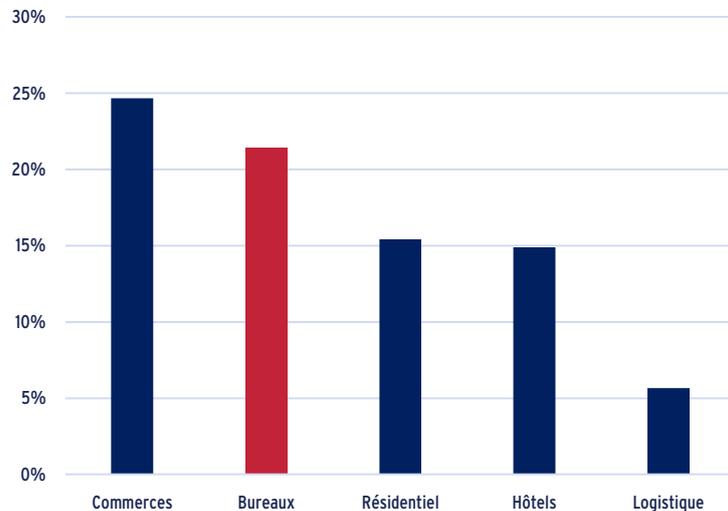
Sources: RCA/MSCI, INREV, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

Volumes investis en bureaux QCA et non QCA en Europe (% des volumes totaux, moyenne annuelle glissante)



Sources: RCA/MSCI, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

Déficit relatif de financement de la dette par secteur, en % des volumes de prêts 2018-2021 - Europe



Sources: RCA/MSCI, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

BIFURCATION CROISSANTE DU MARCHÉ DE L'INVESTISSEMENT

UN REBOND PLUS RAPIDE ATTENDU DANS LES QCA

- La baisse cumulée des valeurs pour les bureaux situés dans les QCA dans le cycle actuel est attendue à -32 %. Pour les bureaux hors QCA, la baisse cumulée de la valeur en capital devrait s'élever à -38 %.
- Dans notre scénario central, un modeste rebond des valeurs vénales est attendu pour les bureaux à partir de S2 2024, dans les meilleures localisations dans un premier temps. La croissance en capital cumulée devrait atteindre 12 % pour les bureaux situés dans les QCA et 8 % pour les bureaux situés hors de QCA entre le troisième trimestre 2024 et le quatrième trimestre 2025.
- Il est difficile de déterminer avec précision le timing de ce rebond de la croissance en capital, car les écarts entre les attentes des vendeurs et des acquéreurs restent importants dans le secteur des bureaux.
- De nombreux vendeurs potentiels continuent de faire face aux baisses de valeur tandis que les acheteurs potentiels considèrent que le point bas n'est pas encore atteint, en particulier pour les bureaux hors-QCA.
- Par ailleurs, les données de Green Street sur les bureaux confirment une baisse des prix des bureaux de 37 % en moyenne en Europe, conformément à nos données sur les marchés hors QCA. Toutefois, Green Street anticipe une reprise plus modérée d'ici à 2028.

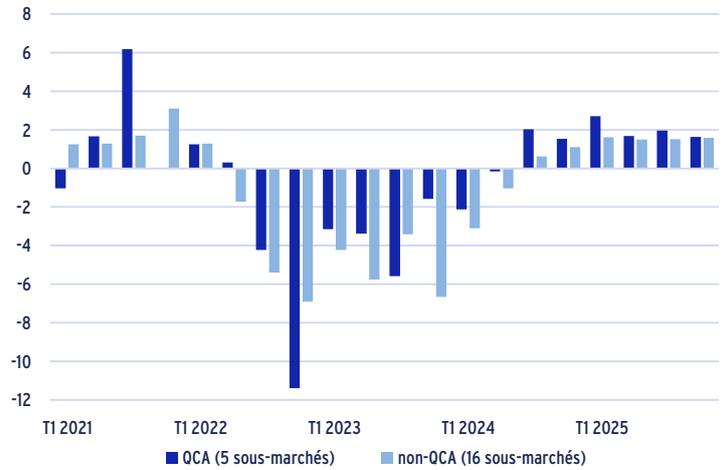
ÉCART RECORD DE TAUX DE RENDEMENT ENTRE QCA ET NON-QCA

- Après avoir atteint un point haut à 5,5 % en 2024, les taux de rendement prime devraient baisser de 60 pdb d'ici 2028 (moyenne de 62 marchés) d'après nos dernières prévisions. Dans la plupart des marchés, les prix ont fini de s'ajuster, avec seulement une décompression limitée des taux de rendement attendue au S2 2024 et seulement pour certains marchés.
- Nos prévisions de taux de rendement sont fondées sur les prévisions d'Oxford Economics sur la baisse des rendements des obligations d'État, la BCE ayant commencé à réduire ses taux directeurs le 6 juin 2024.
- En moyenne dans les 5 villes couvertes, l'écart entre les taux de rendement dans le QCA et les secteurs hors-QCA n'a jamais été aussi important que les 140 points de base actuels.
- Sur cet échantillon plus limité, les taux de rendement dans les quartiers centraux des affaires devraient culminer à 4,8 % en 2024, avant de se compresser de 50 points de base au cours des cinq prochaines années, tandis que les taux de rendement des immeubles hors QCA devraient culminer à 6,2 % également en 2024, avant de se contracter de 80 points de base. Un retour au point bas de 2022 est ainsi peu probable.
- Cette réduction de l'écart entre les emplacements QCA et non-QCA pourrait offrir une opportunité aux investisseurs sur les marchés non-QCA, à condition que leur profil de risque le permette.

LES RENDEMENTS NE SONT PAS TOUJOURS PLUS ÉLEVÉS DANS LES QCA

- D'après nos prévisions, les rendements totaux prime devraient atteindre 9,6 % par an au cours des cinq prochaines années en moyenne sur les 62 marchés de bureaux couverts en Europe.
- Cela s'explique par un repricing important en 2022-23, une compression des taux de rendement de 60 points de base attendue au cours des cinq prochaines années, ainsi qu'une croissance des loyers de 2,2 % par an.
- Alors que certains marchés londoniens devraient atteindre des rendements de 13 à 15 %, tous les (sous-)marchés de bureaux devraient enregistrer des rendements totaux prime supérieurs à 6 % par an au cours des cinq prochaines années.
- Les marchés QCA ne devraient pas toujours bénéficier d'un rendement total plus élevé. Par exemple, London City, Southbank, Midtown et Docklands devraient surperformer, tandis que les rendements totaux de London West End sont pénalisés par les faibles taux de rendement.
- En revanche, Paris QCA devrait surperformer les autres sous-marchés d'Ile-de-France, à l'exception de la 1^{ère} couronne, tandis que le Croissant Ouest et La Défense devraient sous-performer.

Croissance de la valeur du capital (variation trimestrielle, %), QCA vs non-QCA - Moyenne de 5 marchés européens (Paris, Londres, Amsterdam, Barcelone, Madrid) et 21 sous-marchés



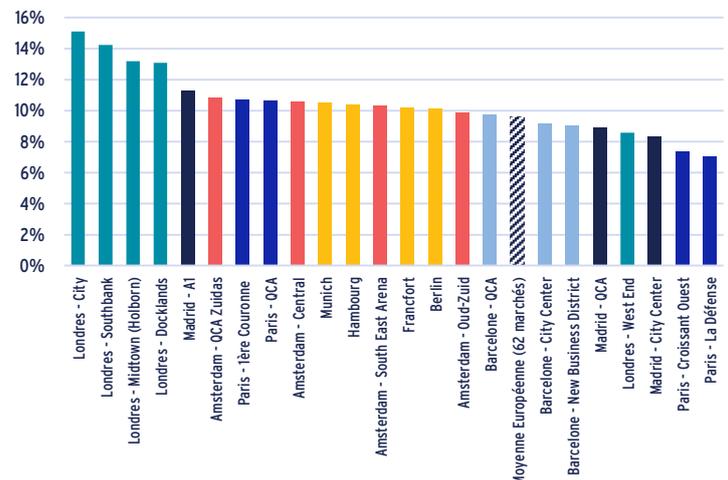
Sources: CBRE, Green Street, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

Taux de rendement prime des QCA et des non-QCA - Moyenne de 5 marchés européens (Paris, Londres, Amsterdam, Barcelone, Madrid) et 21 sous-marchés



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

Prévisions des rendements totaux prime 2024-2028, % pa, par (sous)marché (%)



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie, au T1 2024

À PROPOS D'AEW

Le groupe AEW¹ est l'un des leaders mondiaux du conseil* en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 78,8 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 mars 2024. Le groupe AEW compte plus de 920 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Singapour. Le groupe AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. Le groupe AEW représente la plate-forme d'investment management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 31 mars 2024, AEW gérait en Europe² 37,2 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats, dont 22 SCPI et 2 OPC I grand public en France représentant plus de 10,1 Mds€, qui classent AEW³ parmi les cinq plus grands acteurs⁴ de l'épargne immobilière intermédiée en France. AEW en Europe compte plus de 595 collaborateurs répartis dans 11 bureaux et détient un long track record dans la mise en œuvre réussie, pour le compte de ses clients, de stratégies d'investissement core, value added et opportuniste. Ces cinq dernières années, le groupe AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de 20 Mds€ en Europe.

CONTACTS - RECHERCHE & STRATÉGIE



HANS VRENSEN CFA ^{@2}, CRE
Head of Research & Strategy
Tel. +44 (0)20 7016 4753
hans.vrensen@eu.aew.com



IRÈNE FOSSÉ MSC
Director
Tel. +33 (0)1 78 40 95 07
irene.fosse@eu.aew.com



ALEXEY ZHUKOVSKIY CFA ^{@2}
Associate Director
Tel. +44 (0)78 8783 3872
alexey.zhukovskiy@eu.aew.com



KEN BACCAM MSC
Director
Tel. +33 (0)1 78 40 92 66
ken.baccam@eu.aew.com



RUSLANA GOLEMDJIEVA
Analyst
Tel. +44 (0)20 7016 4832
ruslana.golemdjieva@eu.aew.com



ISMAIL MEJRI
Associate
Tel. +33 (0)1 78 40 39 81
ismail.mejri@eu.aew.com

CONTACTS - RELATIONS INVESTISSEURS



ALEX GRIFFITHS
Managing Director
Tel. +44 (0)20 7016 4840
alex.griffiths@eu.aew.com



BIANCA KRAUS
Managing Director
Tel. +49 893 090 80 710
bianca.kraus@eu.aew.com



MATILDA WILLIAMS
Director
Tel. +44 (0)7795 374 668
matilda.williams@eu.aew.com



EMMANUEL BRECHARD
Director
Tel. +33 (0)1 78 40 95 53
emmanuel.brechard@eu.aew.com

LONDON

AEW
Level 42, 8 Bishopsgate
London EC2N 4BQ
UNITED KINGDOM

PARIS

AEW
43 Avenue Pierre-Mendès France
75013 Paris
FRANCE

DÜSSELDORF

AEW
Steinstraße. 1-3
D-40212 Düsseldorf
GERMANY

1 Le groupe AEW comprend (i) AEW Capital Management, L.P. en Amérique du Nord et ses filiales en propriété exclusive, AEW Global Advisors (Europe) Ltd, AEW Asia Pte. Ltd. et AEW Asia Limited et (ii) la société AEW Europe SA et ses filiales. AEW Capital Management est la société soeur d'AEW Europe SA qui sont détenues par Natixis Investment Managers.

2 Le groupe AEW est présent en Europe au travers de ses filiales AEW Europe LLP, AEW Invest GmbH, AEW et AEW S.à.r.l.

3 AEW est la société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF (numéro GP-07 000043, en date du 10 juillet 2007) pour l'ensemble de l'activité institutionnelle et grand public du groupe AEW en France.

4 Classement ASPIM « Les fonds immobiliers grand public 3ème trimestre 2023 » selon la capitalisation totale SCPI, OPC I et SCI grand public.

* Source: Institutional Real Estate Inc., Global Investment Managers 2023 Special Report

CFA® et Chartered Financial Analyst® sont des marques déposées appartenant au CFA Institute

La présente communication commerciale est émise par le Groupe AEW et ne peut être reproduite en tout ou partie, sans autorisation préalable d'une des sociétés du Groupe AEW. Cette communication ne constitue pas une recommandation d'investissement et elle vous est communiquée à titre d'information. Elle ne saurait constituer ni une offre, ni une invitation ou incitation aux fins d'acquisitions de parts ou titres des fonds gérés par le Groupe AEW. Les produits ou services qui y sont décrits ne prennent en considération aucun objectif d'investissement spécifique, aucune situation financière, ni aucun besoin particulier de quelque destinataire que ce soit.

Il est rappelé qu'investir comporte des risques, dont le risque de perte en capital. La valeur des investissements et les rendements peuvent aussi bien augmenter que diminuer. Il convient de se référer à la documentation réglementaire des produits pour tenir compte de l'ensemble de leurs objectifs, des risques et de leurs caractéristiques dont l'horizon d'investissement recommandé. De même, la fiscalité dépend de la situation de chaque investisseur. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Toutes les projections, estimations et anticipations contenues dans ce document ne sont communiquées qu'à titre d'information et ne doivent en aucun cas être considérées comme une garantie ou une assurance. Aucune promesse, déclaration, garantie ou autre assurance n'est délivrée et ne sera réputée être délivrée sur l'exactitude ou l'exhaustivité des informations ou des opinions figurant dans ce document, lequel est soumis à des ajouts, des modifications et des vérifications. AEW n'est en aucun cas tenu de vous informer de la mise à jour des informations. Le groupe AEW comprend (i) AEW Capital Management, L.P. en Amérique du Nord et ses filiales en propriété exclusive, AEW Global Advisors (Europe) Ltd, AEW Asia Pte. Ltd. et AEW Asia Limited et (ii) la société AEW Europe SA et ses filiales. AEW Capital Management est la société soeur d'AEW Europe SA qui sont détenues par Natixis Investment Managers. Le groupe AEW est présent en Europe au travers de ses filiales AEW IM UK LLP, AEW Invest GmbH, AEW et AEW S.à.r.l. AEW est la société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF (numéro GP-07 000043, en date du 10 juillet 2007).