

# AEW Europe European Real Estate Quarterly

**3T 2011**

*« Plus une situation est imprévisible, moins il faut s'en tenir aux informations pour prédire l'avenir »*

*- Gerd Gigerenzer, psychologue allemand*

*Sommaire :*

<i>Faits marquants.....</i>	<i>p3</i>
<i>Économie et marchés des capitaux.....</i>	<i>p5</i>
<i>Marchés de l'investissement immobilier.....</i>	<i>p25</i>
<i>Marchés des bureaux.....</i>	<i>p29</i>
<i>Marchés de l'immobilier de commerce.....</i>	<i>p35</i>
<i>Marchés de la logistique.....</i>	<i>p39</i>
<i>Marchés du résidentiel.....</i>	<i>p42</i>

*Les différentes parties peuvent être lues indépendamment les unes des autres.*

Éditeur :  
Sam Martin MSc MRICS

Directeur de la publication :  
Mahdi Mokrane PhD



### Économie et marché des capitaux

Dans la zone euro, la crise du secteur bancaire et de la dette souveraine s'est accentuée avec pour toile de fond : l'aggravation de la dynamique de la dette dans les économies développées, la sensibilité croissante du public aux inégalités de richesse, l'imposition de taux d'intérêt réels négatifs du fait de la répression financière des autorités publiques, la volatilité élevée du prix des actifs et des perspectives laissant présager la poursuite de rendements réels faibles voire peut-être négatifs.

Au cours du trimestre, la hausse de l'inflation s'est poursuivie au Royaume-Uni et dans la zone euro. En septembre, les IPC et IPD britanniques ont en effet atteint leurs sommets sur 10 et 20 ans respectivement. On s'attend toutefois à un fort repli de l'inflation au cours des deux prochains trimestres. Les taux de la BCE et de la BoE conserveront probablement leur bas niveau au cours des quatre prochains trimestres au moins.

La troisième solution décidée fin octobre pour résoudre la crise de la zone euro, s'est avant tout soldée par un échec et un financement insuffisant. Pour que la zone euro puisse conserver sa forme actuelle *et* résoudre sa crise, il convient d'adopter une stratégie de « domination rapide » qui permette par exemple à la BCE de racheter des titres d'emprunt d'État des pays en crise en quantités illimitées (tout en acceptant l'inflation pour corollaire) ou d'émettre des euro-obligations (un scénario peu vraisemblable). En l'absence de ces mesures, la partie se soldera probablement par le départ et/ou le défaut de certains pays de la zone euro.

### Marché de l'investissement

L'aversion pour le risque du fait de la crise en zone euro doit encore se répercuter sur les volumes de transactions immobilières. En Allemagne et dans les pays nordiques, l'écart entre les rendements initiaux nets prime et les obligations d'État à 10 ans a atteint un sommet sans précédent. Au cours du trimestre, le financement de la dette s'est avéré de plus en plus difficile, du fait du resserrement des modalités d'emprunt ainsi que de l'aggravation des perspectives économiques et de la crise de la zone euro. Au vu des perspectives économiques de la crise de la zone euro et du refuge général des investisseurs vers les valeurs sûres, on s'attend à ce que les investisseurs privilégient davantage les actifs immobiliers « prime » en Allemagne, dans les pays nordiques, au Royaume-Uni et dans les pays d'Europe centrale et orientale.

### Bureaux

Après plusieurs trimestres de hausse de la demande placée, de baisse des taux de vacance et de stabilité/hausse des loyers, on s'attend à une période de maintien voire même de baisse des valeurs locatives du fait du report ou de l'annulation de projets d'investissement des entreprises qui annoncent par ailleurs de nouvelles vagues de licenciement. Malgré ces perspectives peu réjouissantes, la demande placée en bureaux en 2011 devrait être semblable à celle de 2010. Les taux de vacance semblent indiquer une pénurie généralisée d'offre de surfaces de bureaux de qualité contrastant avec une offre grandissante de surfaces de bureaux secondaires.

### Commerces

Dans la plupart, mais non l'ensemble, de l'Europe, on a assisté au cours des deux derniers trimestres, à une détérioration de la confiance des consommateurs et des ventes au détail. La demande des utilisateurs reste atone en dépit de l'accélération des plans d'expansion de certains groupes internationaux et grands groupes de commerce de détail sur des sites prime. Le nombre de projets de centres commerciaux en Europe du sud semble disproportionné au vu de la demande des locataires et des perspectives économiques. On assistera peut-être à une contraction des projets de développement dans le sillage des retards que les projets commencent à connaître et qui aura pour résultat de contenir la croissance des loyers en centres commerciaux à un niveau réduit de l'ordre de 1 à 1,5 % par an jusqu'au début de 2014 au moins.

### Logistique

Les pays européens développés ont été particulièrement affectés par le ralentissement mondial des échanges. Les marchés allemands et d'Europe centrale et orientale plus vigoureux ont soutenu la reprise européenne, où une hausse de 22 % en glissement annuel de la demande placée a été enregistrée au premier semestre. Les perspectives sont moins encourageantes pour le deuxième semestre du fait des conditions économiques négatives et des reports des projets de relocalisation et d'expansion au cours du dernier trimestre.

### Résidentiel

La baisse récente des volumes des ventes à Paris semble indiquer que les prix ont atteint un niveau auquel les nouveaux acheteurs ne sont pas capables de ou disposés à intervenir sur le marché. Une correction de prix de l'ordre de -6 % au moins semble inévitable. Au Royaume-Uni, les prix des logements des sites les moins prisés devraient connaître de nouvelles baisses, au moins en termes réels. En Allemagne, les prix des logements devraient poursuivre leur hausse en 2012, mais à un rythme plus lent.

## ÉCONOMIE ET MARCHÉS DES CAPITAUX

Comme nous l'avions indiqué dans une section spéciale de notre édition précédente (*La Grèce et les autres pays en crise*<sup>(1)</sup>), la crise de la zone euro a pris la tournure qu'elle connaît aujourd'hui en raison des inquiétudes liées à la dette souveraine ; plus récemment, s'y est ajoutée la fragilité d'un système bancaire exposé à cette dette. Dans cette section spéciale, nous indiquions que l'Union monétaire européenne (UME) doit également être dotée d'une union politique forte pour survivre et fonctionner correctement. À cet égard, le dernier trimestre n'a pas fait état d'un leadership politique décisif ; bien au contraire, nous avons assisté aux sempiternelles tergiversations, marchandages et chamailleries peu concluantes au détriment d'éventuelles solutions. Les préférences politiques et la législation de l'UE actuelles sont incompatibles avec la survie de la zone euro dans sa forme actuelle. La survie de la zone euro est tributaire d'une union politique plus forte et d'un nationalisme moins poussé. En l'absence d'un apport à court terme de cohésion politique et d'une volte-face des politiques jusque là privilégiant l'intérêt national, l'Union monétaire bâtie à l'image de l'ancienne Bundesbank s'effondrera et la crise de la zone euro ira en empirant.

La crise s'est poursuivie dans un contexte mondial d'aggravation de la dynamique de la dette dans les économies développées, d'affaiblissement de la solidité relative des économies émergentes en raison d'une dépendance excessive des exportations, d'une sensibilité croissante du public aux inégalités de richesse, de l'imposition de taux d'intérêt réels négatifs du fait de la répression financière des autorités publiques, de la volatilité élevée du prix des actifs, de la politique expérimentale des banques centrales, de l'augmentation des risques liés aux queues de distribution épaisses, et de perspectives laissant présager la poursuite de rendements réels faibles voire peut-être négatifs.

L'Europe affiche des signes de plus en plus nombreux d'une deuxième récession. La croissance en zone euro a si bien ralenti qu'elle est quasi nulle. L'Espagne, le Portugal et la Grèce subissent déjà un ralentissement marqué de leurs activités en raison de l'austérité et des taux élevés de chômage qui ont de lourdes répercussions. En Italie, la croissance stagne et la conjoncture irlandaise, après avoir connu un niveau très bas, reprend en raison de l'excédent extérieur. Plus inquiétant encore, même les grandes économies telles que l'Allemagne et la France ne sont pas épargnées par la tempête mondiale ; à la fin du trimestre, les deux pays connaissaient un ralentissement de leurs cahiers de commande.

Des pays en crise, c'est la Grèce qui se trouve dans la situation la plus précaire. Étant le dernier pays de l'UE en termes de compétitivité, ce pays est bloqué dans le cercle vicieux de l'insolvabilité et s'engage peut-être dans la dépression. Même sans aller jusque là, le PIB grec semble évoluer en direction d'une baisse de 5,5 % cette année, baisse qui devrait être suivie d'une nouvelle chute d'au moins 2 % l'année prochaine, ce qui signifierait quatre années de profonde récession. Même l'effacement « volontaire » de 50 % de la dette grecque, convenu avec les investisseurs privés, lors du dernier sommet des dirigeants européens fin octobre n'améliorera pas substantiellement l'économie grecque ; il permet simplement d'éviter la faillite à court terme et ne constitue pas la panacée que l'on a présentée. L'effacement représente une réduction de moins de 20 % de la dette grecque totale car seuls les investisseurs du secteur privé y participent. À défaut d'une nouvelle restructuration de la dette et/ou d'un départ de l'euro, la Grèce n'échappera pas à ses problèmes de dette.

Les dégradations de la note de la dette souveraine de la Grèce par les trois grandes agences de notation se sont poursuivies au cours du trimestre ; la note se situe juste un cran au-dessus du défaut. Après un premier plan de sauvetage de 110 milliards EUR accordé cette année, un autre plan de sauvetage de 160 milliards EUR avait été approuvé par les autorités européennes et le FMI en milieu de trimestre. Malgré tout, la sixième tranche (d'un montant de 8 milliards EUR) du premier plan de sauvetage n'avait pas été remise comme prévu le 3 octobre à la Grèce et une décision relative au déblocage de cette tranche avait été ajournée jusqu'au mois de novembre. La réticence des autorités de débloquent le montant est purement tactique et conçue pour inciter Athènes à entreprendre des réformes

(1) Les pays en crise sont la Grèce, l'Irlande, l'Espagne, l'Italie et le Portugal.

supplémentaires. Le gouvernement grec a réagi en votant un nouveau budget qui comporte une nouvelle taxe foncière et de nouvelles mesures d'austérité d'un montant de 6,6 milliards EUR au titre desquelles figure une réduction des salaires de 30 000 fonctionnaires qui aboutira à des retraites anticipées et des licenciements.

L'Italie, le plus grand des pays en crise, représente le défi majeur en termes de retombées éventuelles ; elle constitue en effet le troisième marché obligataire au niveau mondial ; l'encours de sa dette s'élevant à 1 900 milliards EUR. Le PIB italien a connu une croissance de seulement 7 % depuis l'adhésion à l'euro en 1999 et se situe 5 % en deçà de son niveau fin 2008. L'Italie ne connaît pas le même type de problème de la dette que les autres pays en crise : elle connaît un excédent budgétaire primaire et sa dette totale (constituée des administrations publiques et du secteur privé) est inférieure à celle des Pays-Bas, du Royaume-Uni, des États-Unis et de l'Espagne et est à un niveau proche de celui de la France. Elle est aussi l'un des rares États de l'UE à avoir effectué une réforme structurelle de ses engagements en matière de retraites.

Le problème de l'Italie concerne un problème de croissance provenant d'un mauvais alignement de sa devise. Comme certaines des économies des autres pays en crise, l'économie italienne est devenue de moins en moins compétitive depuis l'adoption de l'euro ; les prix de ses exportations de produits manufacturés ayant connu une hausse de 50 %. Ce seul facteur explique l'hésitation des marchés à croire que le pays pourra réduire son ratio de la dette au PIB de 120 %. Au cours du trimestre, des doutes très forts ont été exprimés en ce qui concerne la bonne volonté du gouvernement Berlusconi à mettre en œuvre les mesures d'autorité auxquelles il s'était engagé au cours de l'été dernier. Une révision des mesures d'austérité, d'une valeur de l'ordre de 45 milliards EUR a toutefois reçu l'approbation du sénat début septembre. À défaut de pouvoir utiliser la dépréciation du taux de change réel, le retour à la compétitivité nécessitera une période progressive et douloureuse de croissance plus lente des salaires et des prix que celle des partenaires commerciaux.

En sus de l'effacement de 50 % de la dette sur les titres d'emprunt de l'État grec, consenti par les investisseurs privés, les dirigeants européens se sont aussi accordés, lors de leur sommet fin octobre, pour porter la capacité de financement de l'EFSSF, le Fonds européen de stabilité financière, à au moins 1 000 milliards EUR. Cet accord sera mis en œuvre par la prise en charge par le Fonds des premières pertes découlant des achats obligataires par le secteur privé et/ou par le recours à des véhicules ad hoc pour racheter les dettes publiques de pays en particulier au nom des fonds souverains ne faisant pas partie de la zone euro.

Pour que la zone euro puisse conserver sa forme actuelle *et* résoudre sa crise, il convient d'adopter une stratégie de « domination rapide ». Ceci signifie des mesures politiquement soudées comme celles permettant à la BCE de racheter des titres d'emprunt d'État de la zone euro en quantités illimitées (tout en acceptant l'inflation pour corollaire) ou d'émettre des euro-obligations pour ramener le ratio global de la dette au PIB de la zone euro à des niveaux satisfaisants. Puisque la dernière solution est incompatible avec le niveau d'autonomie budgétaire exigée par la constitution allemande, la première solution est la plus vraisemblable en dépit de l'aversion allemande pour l'inflation. En fin de compte, il est peu probable que cette solution soit réalisable sur les plans économique et politique à défaut de faire fonctionner la planche à billets. Ceci ne vaut pas seulement pour la zone euro mais aussi pour les États-Unis et le Royaume-Uni.

### LES BANQUES EUROPÉENNES, LES TAUX D'INTÉRÊT ET L'INFLATION

Parmi les évolutions observées ce trimestre, l'une des plus significatives concerne la position de plus en plus précaire de nombreuses banques européennes et de leur rôle dans la crise. Les banques du continent ont été incapables d'émettre de nouvelles facilités d'emprunt non garanties à long terme depuis le début juillet. Les banques les plus vulnérables n'ont pas non plus pu émettre de facilités d'emprunt à court terme. Les banques européennes sont

plongées dans une grave crise de confiance du marché. Pour réagir aux problèmes de financement des banques, la BCE a fourni à ces dernières tout le financement à court terme dont elles ont besoin (contre remise de garanties éligibles, au taux de référence). Ce concours est en place depuis le quatrième trimestre 2008 bien que depuis le mois d'août de cette année, au fur et à mesure de l'aggravation de la crise de financement, la BCE a étendu ces mesures en offrant des prêts à plus long terme.

Les banques européennes n'ont pas seulement connu une pénurie de financement en euro. Au cours de ce trimestre, leurs sources de financement en dollar se sont significativement réduites. Historiquement, les fonds du marché monétaire américain qui investissent leurs billets verts dans des titres d'emprunt bancaire bénéficiant d'une note élevée constituaient une importante source d'apport en dollars. Depuis le début du trimestre, ces fonds ont réduit les échéances de leurs prêts ou refusé de reconduire leurs prêts avec les banques de la zone euro. On estime qu'un montant de 70 milliards USD a été retiré aux mois de juin et juillet par les dix plus grands de ces fonds uniquement. Les fonds américains ont réduit leur exposition aux banques de la zone euro de près de 50 % en termes d'actifs totaux en juillet pour atteindre 42 % à la fin août et seulement 37 % à la fin septembre. Les banques françaises ont été les plus sévèrement touchées. À la fin 2009, ces fonds détenaient approximativement 16 % de l'ensemble de leurs actifs auprès des banques françaises. À la fin septembre, cette exposition avait été ramenée à environ 6 %. La BCE est intervenue en apportant des liquidités en USD pour combler le déficit, en ayant massivement recours à la facilité d'échange en dollar qu'elle détient auprès de la Réserve fédérale américaine.

Un des risques les plus inquiétants liés aux banques dans la crise concerne le risque systémique, c'est-à-dire les possibilités de contagion au travers du système bancaire. L'une des ramifications de la crise qui ne manque pas d'intérêt concerne l'intégration et l'interdépendance profondes du système financier avec le commerce mondial. Le système bancaire, qui constitue l'épine dorsale de ce dernier, est un vecteur de diffusion des troubles particulièrement efficace.

Ce qui aggrave les problèmes récents des banques est le respect des nouvelles règles et les exigences de Bâle III concernant l'augmentation des ratios de fonds propres qui ont été à nouveau relevés lors du sommet sur la crise fin octobre. Les banques sont maintenant contraintes de détenir un ratio de fonds propres « tier 1 » minimum de 9% d'ici la mi-2012. Comme nous l'avons toutefois expliqué dans la section spéciale de notre édition précédente, le plus gros problème concernant les banques est le montant significatif de titres d'emprunt d'État de pays en crise qu'elles ont dans leurs bilans. Ce sont les dépréciations possibles concernant ces positions qui sont à l'origine des inquiétudes concernant la solidité des banques. Cette exposition aux excès des pays en crise sera synonyme de recapitalisation pour de nombreuses banques. Le troisième grand volet des mesures convenues lors du sommet fin octobre concerne en effet un plan de recapitalisation bancaire d'un montant de 106 milliards EUR. Ce plan est destiné à aider les banques à absorber leurs pertes découlant de l'effacement de 50 % de la dette sur les obligations grecques détenues et d'autres dépréciations de titres d'emprunt en difficulté associés.

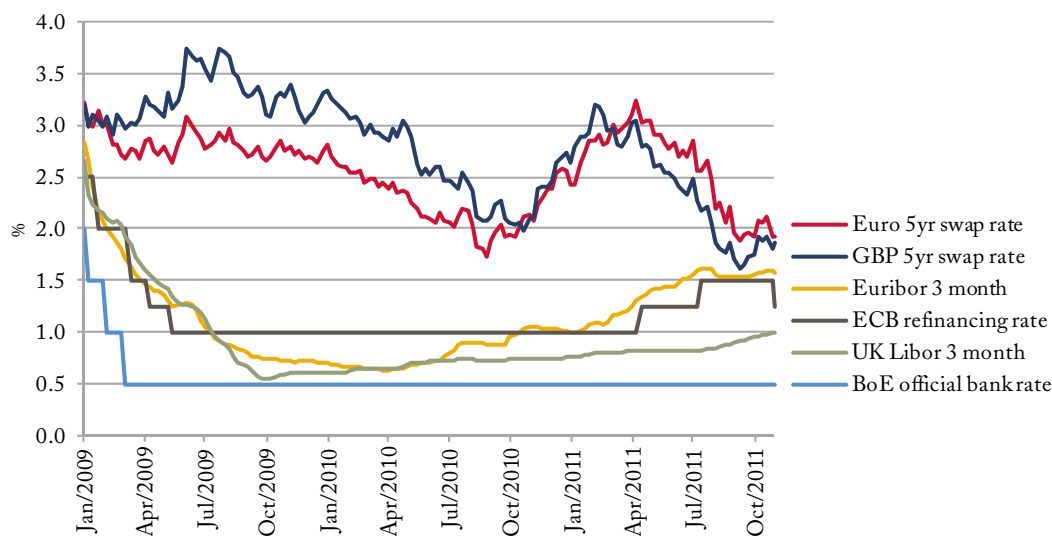
Si les inquiétudes se limitaient uniquement à la dette souveraine grecque, les dépréciations seraient gérables dans le cadre actuel du dernier plan de sauvetage. Toutefois, si tous les titres d'emprunt d'État que les banques détiennent dans les pays en crise étaient valorisés aux prix du marché, les pertes avoisineraient probablement au moins 300 milliards EUR, certains analystes annonçant un chiffre bien plus important. Ceci signifie qu'avec le montant d'environ 1 000 milliards EUR que l'Espagne et l'Italie devront déployer pour leurs obligations gouvernementales au cours des trois prochaines années, le fonds EFSF récemment renfloué devra être sélectif lors du choix de ses bénéficiaires.

Certaines des banques européennes les plus faibles sont en cours de nationalisation ou reçoivent des garanties explicites pour assurer leur survie. À la fin septembre, l'Espagne a nationalisé trois *Cajas* (banques d'épargne) dont les fonds propres avaient été virtuellement effacés par des prêts immobiliers devenus irrécouvrables. Fin août, les prêteurs grecs Alpha

Bank et Eurobank ont procédé à une fusion financée par un concours public aux fins d'améliorer la santé de leurs bilans. Dernièrement, Dexia, la banque franco-belge, s'est vue garantir ses dettes par la France et la Belgique avec des projets de créer une structure de défaillance pour ses actifs les plus faibles.

Ces tensions de financement ont eu des retombées sur le marché interbancaire et le montant des dépôts de liquidités auprès de la BCE a atteint son sommet depuis 15 mois début octobre au fur et à mesure de la baisse des prêts entre les banques de la zone euro. Ces tensions peuvent être observées sur le graphique 1 ci-dessous qui illustre l'écart entre l'Euribor à 3 mois et le Libor (lui-même en hausse), se creusant fortement depuis le début de juillet 2010 et suivi d'une autre forte augmentation en janvier cette année.

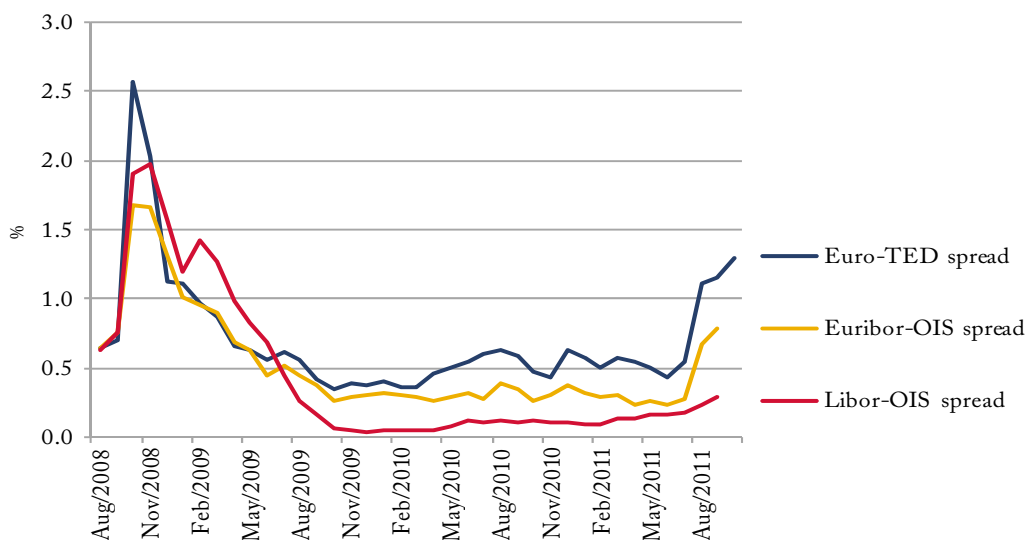
Graphique 1. Taux d'intérêts



Source : Datastream

Bien que la forte hausse de l'Euribor soit illustrative en soi, cette évolution n'explique qu'en partie les récentes tensions observées sur le marché interbancaire. Une mesure capitale de la tension financière du système bancaire est l'écart entre l'Euribor et l'OIS (swaps indexés sur le taux à un jour) qui mesure la prime de risque et la propension des banques emprunteuses à faire défaut. Le graphique 2 ci-dessous montre que l'écart s'est considérablement creusé au cours du trimestre, ce qui traduit bien les inquiétudes.

Graphique 2. Indicateurs du stress des prêts interbancaires



Source : Datastream

Un autre indicateur, l'écart euro-TED qui indique les niveaux de confiance entre les banques de la zone euro, a connu une forte hausse depuis le début août. L'écart augmente lorsque les banques perdent confiance dans leur capacité mutuelle à rembourser des prêts. Cette augmentation de l'écart euro-TED, illustrée sur le graphique 2, démontre l'ampleur de la détérioration de la confiance au cours du trimestre.

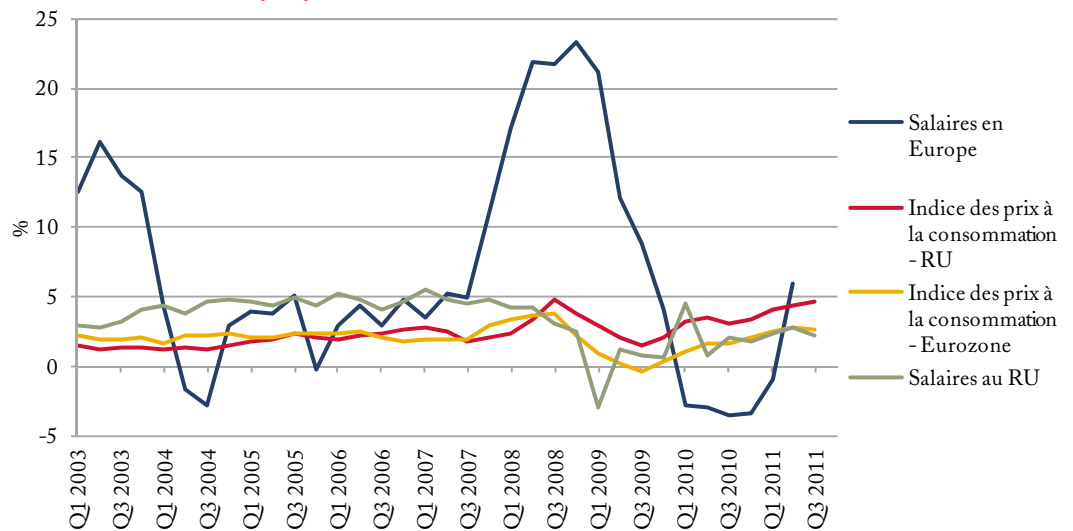
Si l'on en revient au graphique 2 ci-dessus, on remarque aussi que le Comité de politique monétaire (MPC) de la Banque d'Angleterre (BoE) a approuvé à l'unanimité le maintien de son taux directeur au cours du trimestre, au vu des perspectives négatives accrues. L'économie britannique amorce une période délicate au moment où la part de la consommation dans la croissance diminue au profit de celle des investissements et des exportations.

Comme le graphique 3 le montre ci-dessous, la croissance des salaires britanniques reste atone et il est peu vraisemblable qu'elle enregistre une reprise à moyen terme. Globalement, la croissance des salaires britanniques reste bien inférieure au rythme de l'IPC britannique qui a atteint son plus haut point depuis 10 ans à 5,2 % pour le mois de septembre, soit le même niveau qu'en septembre 2008. Étant donné la faible croissance des salaires et les perspectives économiques négatives, le MPC ne relèvera probablement pas son taux directeur à court ou moyen terme, une position prise en dépit du récent taux d'inflation excessif. L'IPC et l'IPD (qui a atteint 5,6 % en septembre, son niveau le plus haut depuis 20 ans) devraient enregistrer un repli significatif au cours des trois prochains trimestres au fur et à mesure que les effets de l'augmentation de la TVA et des factures de services publics s'effaceront. Les récentes diminutions des prix des matières premières telles qu'illustrées sur le graphique 4 ci-dessous, contribueront aussi à endiguer l'inflation pour autant que la livre Sterling ne se déprécie pas davantage. Le risque de dépréciation ultérieure de la livre Sterling pourrait toutefois réellement se concrétiser suite à l'annonce de la BoE début octobre d'une deuxième série d'assouplissement quantitatif consistant en un programme de rachats d'emprunts du Trésor (*gilts*) de 75 milliards GBP. Cette deuxième série d'assouplissement quantitatif représente avant tout un vote de méfiance de la BoE envers la capacité des dirigeants de la zone euro à résoudre efficacement la crise.

Si l'on se penche à nouveau sur le graphique 3 ci-dessous, on remarque que la croissance des salaires de la zone euro au cours du deuxième trimestre devrait s'éloigner du niveau bien plus élevé atteint au premier trimestre. Cette croissance pourrait toutefois rester supérieure

à l'IPC de la zone euro, ce qui explique le raisonnement de la BCE à maintenir le taux de refinancement à 1,5 %. Cependant, à la lumière de l'aggravation de la crise de la zone euro et de l'affaiblissement de la croissance de la zone euro, Mario Draghi, le nouveau président de la BCE, a abaissé le taux de refinancement de 25 points de base, à 1,25 % lors de sa première réunion au sein de la BCE début novembre. Un autre argument en faveur de l'abaissement des taux par la BCE est la baisse de l'inflation, qui a été significative en septembre et devrait poursuivre cette tendance baissière au cours des trois prochains trimestres. Les taux swap à cinq ans sur les deux devises, indiqués sur le graphique 1, confirment la perception du marché selon laquelle le Royaume-Uni et la zone euro se dirigent vers une persistance du ralentissement de la croissance ayant pour corollaire, un contexte marqué par la faiblesse des taux d'intérêt.

Graphique 3. Inflation et évolution des salaires



Source : Datastream

Graphique 4. Prix des matières premières



Source : Datastream

## LES MARCHÉS OBLIGATAIRES

L'une des motivations de la création de l'euro, comme Angela Merkel l'a déclaré, était d'obtenir la « primauté sur les marchés ». Malheureusement, une monnaie unique dépourvue de convergence budgétaire et sociale a eu comme effet secondaire l'apparition de déséquilibres sur les marchés obligataires plutôt que la prédominance sur les marchés des changes.

Les taux de rendement des obligations d'État des pays épargnés par la crise au sein de la zone euro ou à l'extérieur de celle-ci sont à des niveaux très bas. Ceci ressort particulièrement face à l'inflation et au risque budgétaire que les grands déficits actuels et les futurs déficits encore plus grands apporteront. Il est vrai que l'inflation diminuera probablement au cours des trois prochains trimestres en Europe (toutes choses étant égales par ailleurs), améliorant ainsi les rendements réels négatifs. Toutefois, si la masse monétaire devait augmenter tant dans la zone euro qu'au Royaume-Uni, le problème de l'inflation resurgirait probablement à long terme. Une telle évolution exercerait une pression à la hausse sur les taux de rendement des obligations qui ne sont pas indexées sur l'inflation.

Un certain nombre d'évolutions intéressantes ont eu lieu au cours du dernier trimestre. Dans notre dernière édition du présent rapport, les taux de rendement des obligations d'État portugaises et irlandaises à dix ans se négociaient à des niveaux très semblables. Le graphique 5 ci-dessous montre que, début août, les taux de rendement des obligations irlandaises se sont fortement éloignés de ces niveaux en perdant environ un tiers de leur valeur. Ou, vu sous un autre angle, l'écart des taux de rendement des obligations irlandaises par rapport aux taux allemands se sont réduits de près de moitié au cours de la même période. Cette dislocation apparente de la dette irlandaise de celle de ses pays homologues en crise a été provoquée par un certain nombre de facteurs :

- Vers la fin juillet, les dirigeants de l'UE ont abaissé les taux d'intérêt qui étaient appliqués sur les fonds accordés à l'Irlande dans le cadre du plan de sauvetage ;
- Une gestion budgétaire active prenant la forme de hausses d'impôts et de coupes budgétaires a produit des estimations de déficit budgétaire de seulement 10 % cette année, soit une amélioration par rapport au niveau très élevé de 32 % de l'année dernière ;
- Les coûts unitaires de main-d'œuvre ont été fortement réduits, stimulant par là-même la compétitivité du pays ;
- Et le maintien par l'Irlande d'un excédent de la balance des transactions courantes.

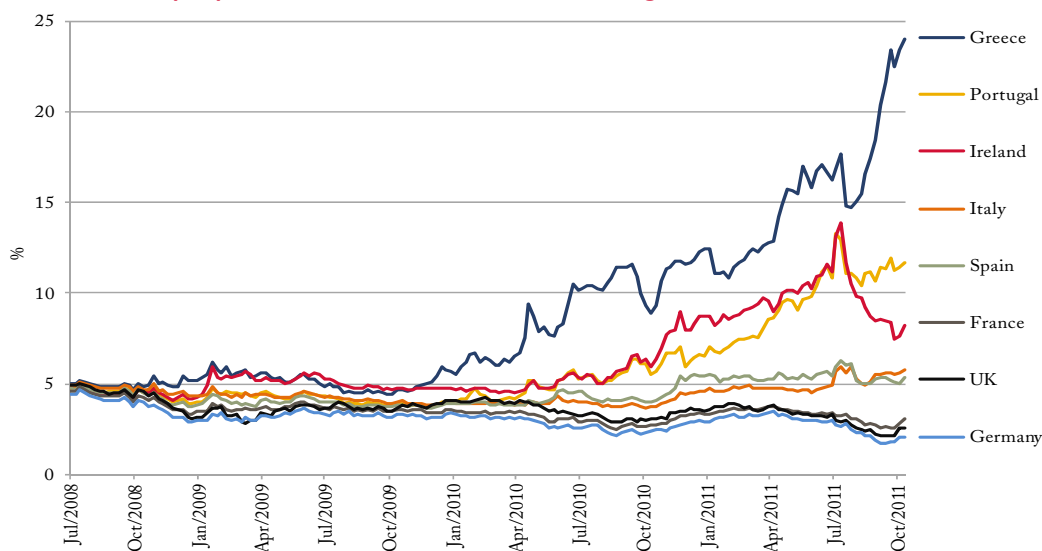
En dépit de l'amélioration de ces perspectives, l'Irlande aura encore un long chemin à parcourir avant de quitter le groupe des pays en difficultés de la zone euro.

Une autre évolution intéressante au cours du trimestre, illustrée sur le graphique 5, concerne la baisse du taux de rendement des obligations espagnoles en deçà de celui de l'Italie. Les perspectives difficiles de l'Italie ont été évoquées plus haut et cette hausse des taux de rendement provient de l'attention portée par le marché obligataire à ces facteurs. Les rendements obligataires des deux pays se sont considérablement contractés entre le début et la fin août au moment où la BCE est intervenue sur le marché pour commencer à racheter les obligations gouvernementales italiennes et espagnoles. L'intention de la BCE était d'empêcher le service de la dette de devenir trop coûteux trop brusquement. Cette action de la BCE a été controversée et supposée être provisoire jusqu'à ce que la capacité de financement de l'EFSF soit renforcée et qu'il puisse remplir ce rôle. Il convient toutefois de noter que le nouveau président de la BCE, Mario Draghi, a laissé entendre que l'achat d'obligations par la BCE pourra avoir lieu dans le futur. En dépit de l'intervention de la BCE, les rendements des obligations des deux pays ont commencé à connaître une plus forte hausse au début septembre, mais à des niveaux uniquement marginaux pour l'Espagne, tandis que les rendements des obligations italiennes ont presque retrouvé le niveau auquel elles s'échangeaient juste avant l'action de la BCE.

Au cours du trimestre, il faut aussi noter l'achat par la BCE d'autres obligations gouvernementales de pays en crise, notamment au Portugal. Les effets sont illustrés ci-dessous sur le graphique 5 où les rendements ont connu une baisse brutale, tout en remontant peu à peu depuis. Comme il fallait s'y attendre, les rendements des obligations gouvernementales grecques ont poursuivi leur hausse face à l'aggravation de la situation du pays.

L'évolution finale, reprise sur le graphique 5, concerne le creusement de l'écart des rendements français par rapport aux rendements britanniques. Les rendements français ont commencé à dépasser les rendements britanniques au cours du deuxième trimestre et cet écart s'est récemment creusé pour atteindre environ 70 points de base, soit l'écart le plus grand observé depuis 1992. L'écart indique que le marché estime que le Royaume-Uni prend les mesures nécessaires pour redresser ses finances publiques. Le marché a un avis plus négatif vis-à-vis de la France, principalement en raison des dettes éventuelles liées au sauvetage de son secteur bancaire vulnérable et du financement des mesures pour résoudre la crise de la zone euro telles que l'EFSF. Cette dynamique place le Royaume-Uni comme une sorte de valeur refuge bien que cette solution soit peu envisageable étant donné les propres problèmes du pays. Les rendements britanniques se situent en effet seulement 40 points de base au-dessus de ceux de l'Allemagne. Dans une crise aussi inquiétante que celle de l'Europe, les problèmes des pays individuels deviennent relatifs.

Graphique 5. Evolution du rendement des obligations à 10 ans



Source : Datastream

Au cours du trimestre, certaines évolutions sont aussi à noter en ce qui concerne la dette des sociétés. Les inquiétudes relatives à la persistance de la crise de la zone euro et la faiblesse de la croissance mondiale ont réduit l'appétit des investisseurs pour les nouvelles émissions obligataires des sociétés. L'émission de nouveaux titres de créance par les sociétés a atteint son plus bas niveau depuis la fin 2008.

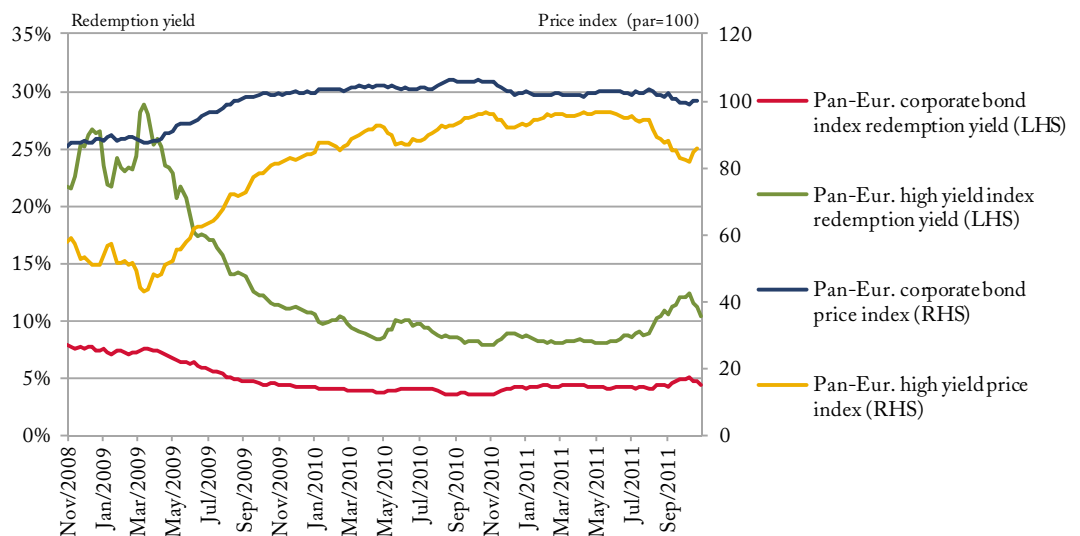
Ceci a provoqué une dislocation entre les titres d'emprunt à haut rendement et les titres d'emprunt de qualité, en établissant clairement un marché à deux vitesses. Les grandes sociétés mieux notées sont toujours capables de se financer par emprunt à moindres frais tandis que les plus petites sociétés plus risquées de moindre qualité éprouvent certaines difficultés. Ce phénomène est illustré ci-dessous sur le graphique 6 qui montre le brusque creusement de l'écart entre le rendement à l'échéance des obligations à haut rendement et de qualité au fur et à mesure de la hausse des rendements des obligations à haut rendement.

Le graphique montre aussi l'effet sur les prix des obligations lorsque les prix chutent en dessous de la valeur nominale, bien qu'ils aient regagné un peu de terrain dernièrement.

Principalement en raison des niveaux exceptionnellement bas des taux d'intérêt de la banque centrale, les rendements des obligations de qualité sont restés relativement bas. Les plus grandes sociétés européennes ont aussi accumulé des montants significatifs de réserves de liquidités et remboursé leurs dettes depuis la crise financière mondiale ; il s'agit là de facteurs qui ont empêché les rendements des obligations de qualité de connaître une hausse aussi importante que les obligations de faible qualité. Il ressort clairement de la dynamique actuelle des prix que les titres de créance à haut rendement sont très vulnérables face à l'environnement macroéconomique et au double risque actuel que représentent le ralentissement de l'économie mondiale et la crise de la zone euro. L'intensification du risque politique représente une inquiétude particulière et pourrait amener des niveaux élevés de volatilité sur les obligations à haut rendement au fur et à mesure que les investisseurs modifient leur comportement pour intégrer ce risque.

Un risque auquel le marché obligataire des entreprises est confronté dans son ensemble en Europe est celui des inquiétudes des investisseurs concernant les sociétés financières. Environ la moitié du marché européen obligataire de qualité est constituée d'obligations émises par des sociétés financières. En tenant compte des implications de la crise de la zone euro, ces types de sociétés encourent clairement des risques de baisse. En fonction de la tournure des événements que la crise de la zone euro prendra à partir de maintenant, le taux de défaut sur le marché obligataire de qualité dans son ensemble pourrait connaître une augmentation significative.

**Graphique 6. Evolution des prix et des rendements d'obligations d'entreprises paneuropéennes**



Source : Datastream, Barclays Capital

**MARCHÉS ACTIONS**

Le troisième trimestre se démarque profondément du second trimestre en ce qui concerne les marchés actions ; non seulement une volatilité extrême a été observée sur les marchés, mais les investisseurs ont aussi résolument adopté des perspectives moroses sur fond de ralentissement de l'économie mondiale et des inquiétudes liées à la zone euro. Les baisses enregistrées dans la plupart des marchés ont conduit plus d'un à se demander si les jours de crise de 2008 et début 2009 n'avaient pas fait leur réapparition. Les valeurs financières et cycliques ont subi les plus gros déboires à mesure que grandissait l'inquiétude des investisseurs à la perspective d'une nouvelle récession mondiale et des retombées que celle-ci pourrait avoir sur les bénéfices des sociétés.

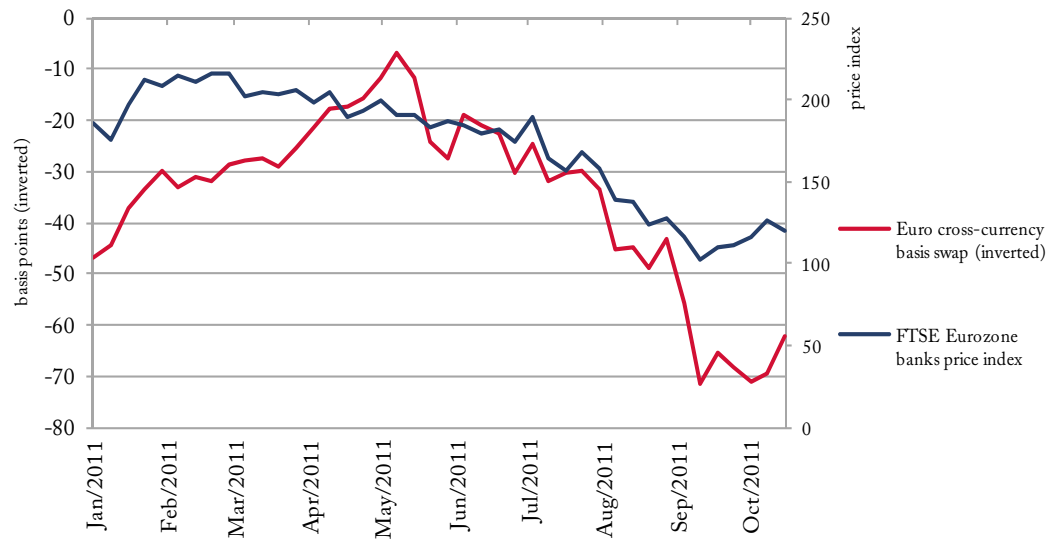
Au cours de ce trimestre, certaines bourses européennes ont enregistré des pertes au titre de 2011, de près de 30 %. Ces pertes sont avant tout le fait des fortes dépréciations des prix des valeurs bancaires qui s'expliquent principalement par les inquiétudes concernant les titres d'emprunt d'État que ces banques détiennent dans les pays en crise ; l'inquiétude étant que la valorisation de ces titres serait bien inférieure à la valeur nominale en cas de défaillance des pays débiteurs ou de restructuration de la dette. Les banques françaises ont été notamment les plus touchées en raison de leur exposition élevée à la dette souveraine des pays en crise et des inquiétudes concernant l'incapacité éventuelle de l'État français à leur porter secours dans le pire des cas.

Toutefois la piètre performance des actions provient aussi d'un autre facteur, de nature structurelle. La politique monétaire extrêmement accommodante de la BCE et d'autres banques centrales européennes a des effets pervers sur les banques. Par comparaison avec d'autres régions du monde, de nombreuses banques européennes (en particulier dans la zone euro) sont majoritairement financées, non pas par les dépôts, mais par les prêts interbancaires, les obligations et d'autres facilités de financement institutionnelles à court terme (à l'instar des fonds du marché monétaire américain dont on a discuté plus haut).

Comparés aux taux directeurs des banques centrales qui ont été ramenés à des niveaux très bas, les taux des emprunt obligataires et interbancaires n'ont pas autant chuté. Ceci implique que les prêts que les banques accordent aux sociétés justifieraient des taux d'intérêt avoisinant les 4,5 % au lieu de ceux de l'ordre de 2,5 % qui sont actuellement demandés. En d'autres termes, le prêt constituait et continue de constituer un segment d'activité peu rentable dans ces conditions. Il en résulte une réduction des prêts bancaires, a fortiori encore plus rapide en ce qui concerne les prêts accordés aux entreprises. Malheureusement pour les sociétés emprunteuses, la contraction des prêts par les banques a l'effet pervers d'améliorer leurs ratios de fonds propres, ce qui les incite peu à agir différemment. Du fait de l'accès réduit au financement bancaire, les sociétés endettées cherchent à émettre des titres pour remplacer l'endettement par des fonds propres. Mais l'époque n'est pas propice à ce genre de pratique et les investisseurs se méfient d'une baisse éventuelle des cours boursiers des sociétés qui doivent refinancer leurs prêts.

Comme discuté ci-dessus, les banques de la zone euro se sont battues pour s'approvisionner suffisamment en dollars en raison du retrait des facilités de financement en USD par les fonds des marchés monétaires américains (entre autres) ; ce qui a aussi provoqué une inquiétude considérable parmi les investisseurs à propos de la capacité des banques à résister à cette tension qui s'est par conséquent répercutée sur le cours des actions. Le Graphique 7 ci-dessous l'illustre explicitement. Le swap de base multidevises sur l'euro (illustré en rouge) est une approximation du coût des banques européennes qui empruntent du dollar et est inversé sur le graphique de gauche, de sorte que plus la courbe chute, plus les emprunts en dollar coûtent cher aux banques. Cette courbe est tracée par rapport à un indice des cours boursiers des banques européennes (mesurés à droite). Ce graphique montre la relation étroite qui existait pendant le trimestre entre les deux phénomènes : le financement en dollars américains s'est restreint et les cours boursiers des banques ont chuté. Cette pression a été quelque peu réduite à la fin du trimestre par l'intervention de la BCE et l'apport de liquidité en dollar aux banques. Les valeurs bancaires les plus en proie aux difficultés se sont fortement stabilisées à l'annonce de cette intervention.

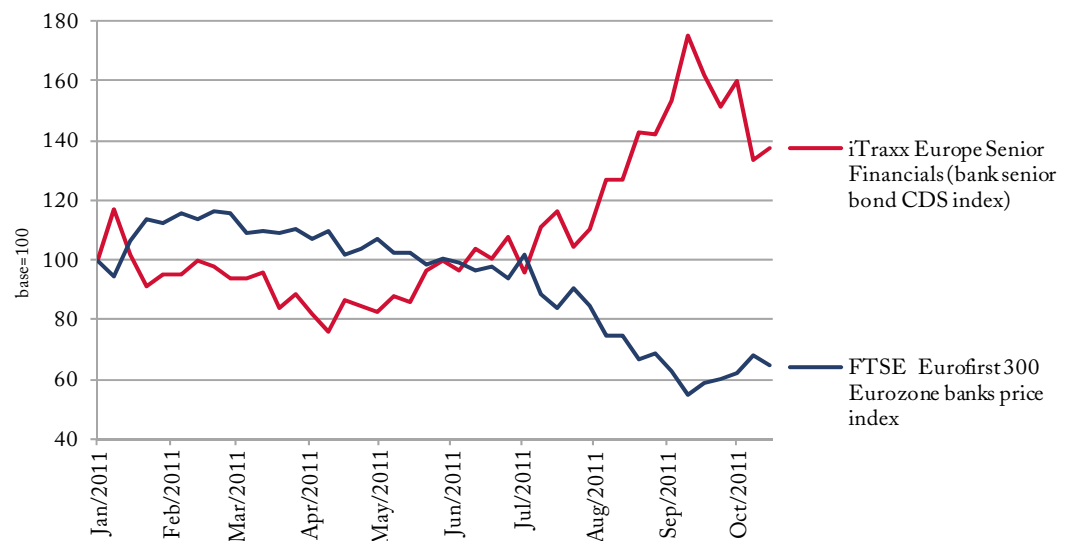
Graphique 7. Coût d'emprunt en dollars et valeurs bancaires en bourse



Source : Datastream, FT

Le graphique 8 ci-dessous illustre aussi la situation défavorable des banques. Ce graphique compare les cours boursiers des banques par rapport à un indice des CDS (« credit default swaps » - contrats d'échange sur risque de crédit) d'obligations senior bancaires. Comme le montre le graphique, les inquiétudes des investisseurs obligataires et des actionnaires étaient très semblables à partir du mois de juillet. Les inquiétudes des investisseurs en obligations bancaires concernant un défaut possible des banques vis-à-vis de leurs obligations et celles des investisseurs en actions concernant une dépréciation ou une dilution de leurs fonds propres se sont fortement renforcées. Les cours boursiers des banques se sont écroulés le 23 septembre pour remonter fortement à l'annonce de Jose Manuel Barroso selon laquelle les autorités aideraient à recapitaliser les banques. Les valeurs bancaires sont reparties dans le vert aux environs de la fin octobre lorsque les autorités ont annoncé les détails du plan de recapitalisation bancaire qui a suivi le sommet des dirigeants européens.

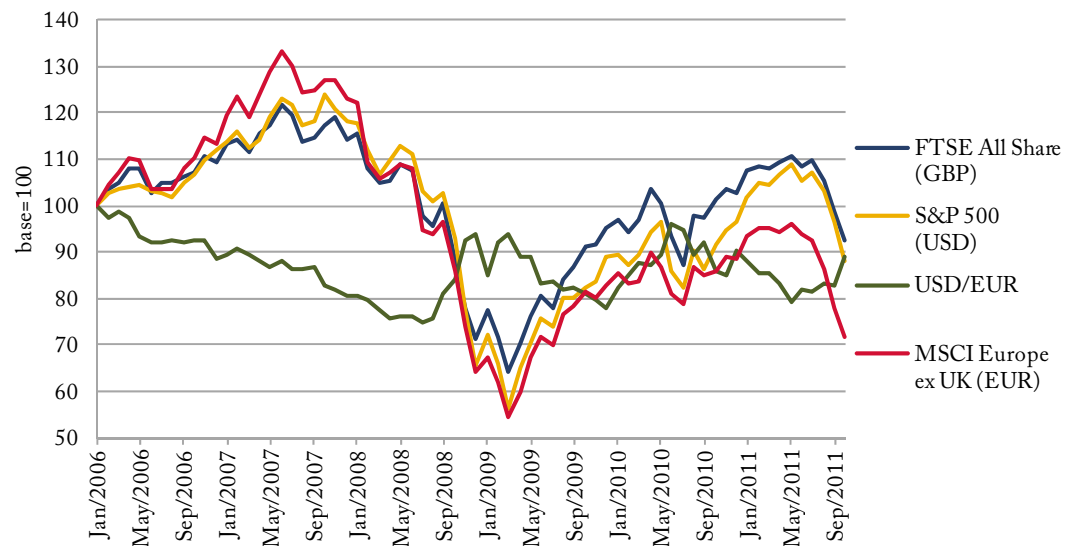
Graphique 8. Valeurs bancaires en bourse et indice des CDS d'obligations seniors bancaires



Source : Datastream, FT

À côté du pessimisme grandissant qui a surgi au cours du trimestre, le sentiment des investisseurs, partagés entre l'appétit et l'aversion pour le risque, a augmenté la volatilité. Pendant un certain temps, les investisseurs ont acheté des actifs plus risqués comme les actions, pour les délaisser plus rapidement au profit de valeurs refuges ou conserver des liquidités. Le graphique 9 ci-dessous montre le sentiment de partage entre l'appétit/l'aversion pour le risque, qui se reflète non seulement dans la volatilité journalière mais aussi au cours de périodes d'achats d'actions à long terme auxquelles des ventes font suite. Au fur et à mesure de l'intensification de la crise de la zone euro et du ralentissement de la croissance mondiale pendant le trimestre, les actions ont perdu du terrain. Le graphique 9 montre notamment l'ampleur des dégâts sur les places boursières de la zone euro par rapport à celles de Londres et des États-Unis. Le DAX (allemand) en particulier a accusé de forts replis, principalement en raison de sa décision de ne pas interdire la vente à découvert, contrairement à la France, l'Espagne, la Belgique et l'Italie.

Graphique 9. Evolution de la performance d'indices boursiers et de la parité USD/EUR



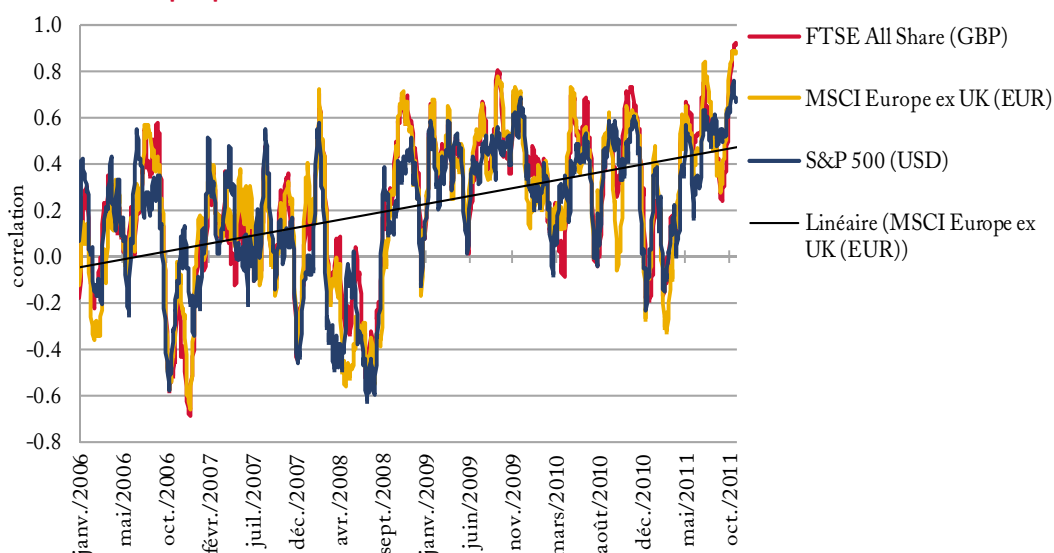
Source : Datastream

L'un des aspects de ce comportement grégaire d'appétit/aversion pour le risque concerne l'évolution de la relation entre le dollar et les actions. En dépit de la fragilité de l'économie américaine et des programmes d'assouplissement quantitatif, le dollar et les bons du Trésor américains sont toujours considérés comme des valeurs refuges. Ceci est d'autant plus le cas depuis que la banque centrale suisse a annoncé qu'elle était prête à battre monnaie en quantités illimitées pour empêcher sa devise de franchir le cap de 1,20 EUR par franc, faisant du franc suisse une valeur bien moins refuge qu'auparavant. Le graphique 9 montre clairement cette relation ; au fur et à mesure que le dollar se raffermir par rapport à l'euro, les cours boursiers s'affaissent.

Au cours de ces dernières années, une autre évolution qui est apparue et n'a cessé de se renforcer est la corrélation. Cette relation s'est renforcée entre la plupart des classes d'actifs et les marchés actions depuis la crise financière mondiale. L'élément encore plus digne d'intérêt toutefois est sans doute le renforcement de la corrélation entre le cours USD/EUR et les marchés actions qui est mue en partie par le comportement d'appétit ou d'aversion pour le risque. Le graphique 10 ci-dessous ne montre pas uniquement la corrélation positive importante entre les trois marchés actions, mais montre par ailleurs que les trois marchés actions sont de plus en plus corrélés à la fermeté du dollar : plus le dollar se déprécie face à l'euro, plus les marchés actions sont en hausse et lorsque le dollar s'apprécie face à l'EUR, les marchés actions sont en baisse. Comme le montre la courbe de tendance noire, la corrélation entre la fermeté du cours USD/EUR et les cours des actions de la zone

euro n'a cessé de se renforcer. Il ressort que les prix des actions sont plus influencés par le sentiment d'appétit/aversion pour le risque à court terme de l'investisseur que les fondamentaux sous-jacents de ces valeurs. Ceci montre, qu'en matière de marchés, ce qui importe à court terme n'est pas forcément vrai mais reflète au contraire les préoccupations des investisseurs.

Graphique 10. Corrélation entre les marchés boursiers et le dollar US



Source : Datastream

### NOTRE AVIS

- La troisième et dernière série de mesures convenues fin octobre pour résoudre la crise n'apporte en soi aucun changement et constitue un échec. Au vu des montants nécessaires pour défendre l'Italie et l'Espagne des gardiens des obligations et pour protéger les banques européennes contre les pertes inabsorbables découlant de dépréciations éventuelles de la dette souveraine, l'EFSF manque simplement cruellement de munitions ;
- Pour que la zone euro conserve sa forme actuelle et résolve sa crise, de deux choses l'une : soit la BCE devra acheter la dette souveraine de la zone euro en quantités illimitées, soit elle devra mettre en œuvre une solution de type euro-obligations. Sur le plan politique, la première solution, avec pour corollaire, l'inflation, est la plus vraisemblable ;
- En dépit de l'avis contraire formulé par plusieurs experts, la Chine n'est pas en mesure de porter secours aux pays en crise, au-delà d'un geste symbolique, combien même elle le voudrait. Elle n'en a tout simplement pas les moyens, en raison de la nécessité d'investir la plupart de ses actifs nets étrangers non seulement de manière bien diversifiée mais aussi de manière sûre dans des actifs liquides à court terme pour des raisons prudentielles. Plus important encore probablement est le fait que si la Chine commençait à financer les déficits budgétaires de la zone euro, cette dernière cesserait d'être un exportateur net de capitaux pour devenir un importateur net de capitaux, inversant ainsi l'excédent commercial de la région en déficit commercial. Ceci signifierait un ralentissement de la croissance pour la région et l'Allemagne a besoin de conserver son excédent commercial pour générer de la croissance ;

- À défaut de mesures de « domination rapide », la partie dans la zone euro se soldera probablement comme suit : l'Allemagne seule ou accompagnée des autres pays de l'Europe du Nord quittera/quitteront la zone euro ; ou un certain nombre ou l'ensemble des pays en crise seront en défaut, seront en défaut et quitteront l'UME ou quitteront l'UME pour faire défaut ensuite ;
- La possibilité de défaut des pays en crise représente tant un problème qu'une ouverture pour les investisseurs immobiliers :
  - Les investisseurs qui ont investi préalablement au défaut seront confrontés à un problème : leurs actifs conserveront probablement uniquement leur valeur intrinsèque en termes de devise externe à long terme. Ceci s'explique par le fait que si un pays retourne vers sa devise d'avant l'euro, cette devise sera dépréciée non seulement du montant de sa surévaluation théorique par rapport à l'euro, mais elle sera probablement prise dans une spirale de dépréciation à court terme, qui entraînera une chute bien plus importante ;
  - Elle offrira une ouverture aux investisseurs à long terme qui pourront investir dans une forte devise externe. Ceux-ci pourront tirer parti de la dépréciation de la nouvelle devise après la sortie, et effectuer des placements immobiliers lorsque les valorisations exprimées en devise locale n'auront pas encore eu le temps de s'ajuster à la valeur intrinsèque au milieu du désarroi ;
- Les pays en crise qui restent dans l'UME connaîtront probablement une croissance très faible et resteront non compétitifs pendant plusieurs années au moins. Des actifs attrayants feront toutefois probablement l'objet d'une offre ajustée en fonction du risque pour les investisseurs opportunistes dotés de fortes compétences en matière de diligence raisonnable ;
- Nous soutenons que l'inflation se résorbera probablement dans la zone euro et au Royaume-Uni au cours des deux prochains trimestres environ, mais le problème de l'inflation resurgira vraisemblablement à long terme, si l'on tient compte de l'option irrésistible des gouvernements de monétiser leurs dettes ;
- Nous soutenons que les taux de la BCE et de la BoE conserveront probablement leurs faibles niveaux actuels pendant les quatre prochains trimestres au moins. Comme nous l'avons laissé entendre (dans notre dernier rapport), les taux interbancaires se sont écartés des taux des banques centrales. Compte tenu de la troisième série de mesures peu impressionnantes arrêtées fin octobre pour résoudre la crise de la zone euro et apaiser le système bancaire, les taux interbancaires continueront probablement d'être décorrélés de ceux des banques centrales.

ALLEMAGNE	Prévisions																						
<ul style="list-style-type: none"> <li>La croissance du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre était de 2,8 % en glissement annuel, soit une baisse significative par rapport aux 4,8 % enregistrés au 1<sup>er</sup> trimestre. Cette baisse s'explique largement par l'aggravation de la crise de la zone euro, le ralentissement de la croissance chinoise et les déséquilibres dans la chaîne de l'offre au Japon ;</li> <li>Cependant, la demande continue de biens allemands, à la fois sur le plan national et international, a permis à la croissance de se maintenir à un niveau élevé par rapport aux autres pays développés de l'UE ;</li> <li>L'inflation a de nouveau connu une progression marginale, à 2,3 % en glissement annuel au cours du 2<sup>e</sup> trimestre et devrait atteindre 2,4 % au cours du 3<sup>e</sup> trimestre ;</li> <li>Le chômage a poursuivi sa décrue au 2<sup>e</sup> trimestre pour atteindre 6,2% ; il était de 6,1 % en juillet.</li> </ul> <p>Notre avis : Le ralentissement chinois a frappé les exportations. Cette évolution, couplée au ralentissement du commerce mondial et aux difficultés de la zone euro offrent des perspectives négatives. L'endettement des pays en crise et la fragilité des banques de la zone euro restent au cœur des préoccupations. Bien que la demande intérieure affiche une certaine résilience, les perspectives du pays dépendront fortement des aboutissants de la crise de la zone euro.</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2011</th> <th>2012</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PIB (% croissance)</td> <td>2,9</td> <td>1,0</td> </tr> <tr> <td>Consommation (% croissance)</td> <td>1,1</td> <td>1,0</td> </tr> <tr> <td>Investissement (% croissance)</td> <td>10,1</td> <td>3,3</td> </tr> <tr> <td>Inflation (%)</td> <td>2,3</td> <td>1,9</td> </tr> <tr> <td>Dette publique (% PIB)</td> <td>80</td> <td>79</td> </tr> <tr> <td>Déficit public (% PIB)</td> <td>1,6</td> <td>1,0</td> </tr> </tbody> </table>			2011	2012	PIB (% croissance)	2,9	1,0	Consommation (% croissance)	1,1	1,0	Investissement (% croissance)	10,1	3,3	Inflation (%)	2,3	1,9	Dette publique (% PIB)	80	79	Déficit public (% PIB)	1,6	1,0
	2011	2012																					
PIB (% croissance)	2,9	1,0																					
Consommation (% croissance)	1,1	1,0																					
Investissement (% croissance)	10,1	3,3																					
Inflation (%)	2,3	1,9																					
Dette publique (% PIB)	80	79																					
Déficit public (% PIB)	1,6	1,0																					

FRANCE	Prévisions																						
<ul style="list-style-type: none"> <li>La croissance du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre a chuté de 50 points de base par rapport au 1<sup>er</sup> trimestre pour atteindre 1,6 % en glissement annuel ; soit une baisse plus conséquente que prévue. L'un des principaux facteurs de blocage de la croissance est la fin du programme de primes à la casse dans le secteur automobile ;</li> <li>La croissance devrait s'affaiblir davantage au 3<sup>e</sup> trimestre, à 1,5 % en glissement annuel ;</li> <li>Tandis que le 1<sup>er</sup> trimestre avait enregistré une croissance de la consommation des ménages relativement soutenue de 1,4 % en glissement annuel, cette tendance, contre toute attente, ne s'est pas poursuivie au 2<sup>e</sup> trimestre. La croissance a seulement été de 0,6 % pour le 2<sup>e</sup> trimestre ;</li> <li>L'inflation a poursuivi sa progression au 2<sup>e</sup> trimestre pour atteindre 2,1 %. L'inflation devrait rester inchangée au cours des 3<sup>e</sup> et 4<sup>e</sup> trimestres pour redescendre au 1<sup>er</sup> trimestre 2012 ;</li> <li>Le trimestre a été marqué par les autres tendances principales suivantes : les coupes de dépenses en produits manufacturés, une faible croissance des commandes de production et des indices PMI dont les prévisions continuent d'indiquer une baisse en deçà du seuil-frontière de 50 points.</li> </ul> <p>Notre avis : Comme nous l'avons mentionné plus haut, l'exposition des banques françaises à la dette des pays en crise ajoute de nouvelles tensions sur l'économie car les marchés doutent de la capacité de la France à résister aux défauts des pays en crise. Le ralentissement du commerce mondial renforce les perspectives négatives. La demande intérieure restera probablement lancinante si l'on s'en tient aux mesures d'austérité budgétaire attendues, à la hausse nécessaire de la rentabilité des entreprises et aux baisses des valorisations boursières des sociétés qui les empêchent de s'engager dans de nouveaux investissements.</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2011</th> <th>2012</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PIB (% croissance)</td> <td>1,6</td> <td>0,9</td> </tr> <tr> <td>Consommation (% croissance)</td> <td>0,7</td> <td>0,8</td> </tr> <tr> <td>Investissement (% croissance)</td> <td>4,3</td> <td>2,1</td> </tr> <tr> <td>Inflation (%)</td> <td>2,1</td> <td>1,7</td> </tr> <tr> <td>Dette publique (% PIB)</td> <td>85</td> <td>88</td> </tr> <tr> <td>Déficit public (% PIB)</td> <td>5,7</td> <td>4,9</td> </tr> </tbody> </table>			2011	2012	PIB (% croissance)	1,6	0,9	Consommation (% croissance)	0,7	0,8	Investissement (% croissance)	4,3	2,1	Inflation (%)	2,1	1,7	Dette publique (% PIB)	85	88	Déficit public (% PIB)	5,7	4,9
	2011	2012																					
PIB (% croissance)	1,6	0,9																					
Consommation (% croissance)	0,7	0,8																					
Investissement (% croissance)	4,3	2,1																					
Inflation (%)	2,1	1,7																					
Dette publique (% PIB)	85	88																					
Déficit public (% PIB)	5,7	4,9																					

ROYAUME-UNI	Prévisions																					
<ul style="list-style-type: none"> <li>• La croissance du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre a fortement chuté, contre toute attente, pour atteindre le faible niveau de 0,7 % en glissement annuel alors qu'elle était de 1,6 % au 1<sup>er</sup> trimestre. Le PIB devrait poursuivre sa descente au 3<sup>e</sup> trimestre pour atteindre 0,6 % en raison de la production industrielle plus faible, des mesures d'austérité publique et de la baisse des dépenses des ménages ;</li> <li>• La croissance de la consommation des ménages est restée négative et a perdu 10 points de base pour atteindre -0,4 % en glissement annuel au 2<sup>e</sup> trimestre. Le niveau du 3<sup>e</sup> trimestre devrait rester négatif tout en affichant cependant une légère amélioration. La détérioration des chiffres est symptomatique du pessimisme accru au sein des consommateurs en raison de l'inflation plus élevée et de la croissance négative des salaires réels, ainsi que des perspectives économiques de plus en plus négatives ;</li> <li>• L'inflation, telle que mesurée par l'IIPC a de nouveau progressé à 4,4 % en glissement annuel au 2<sup>e</sup> trimestre. L'inflation au 3<sup>e</sup> trimestre devrait progresser à nouveau, à 4,6 % si l'on tient compte de l'inflation mensuelle enregistrée en septembre, à 5,2 %, soit un sommet depuis 10 ans ;</li> <li>• Le chômage s'est légèrement accru au 2<sup>e</sup> trimestre, à 7,8 %. Les chiffres du chômage devraient se détériorer si l'on tient compte des nouvelles coupes de salaire attendues dans la fonction publique.</li> </ul> <p>Notre avis :</p> <p>Le PIB devrait légèrement se contracter au 3<sup>e</sup> trimestre, parallèlement à la poursuite des mesures d'austérité et au ralentissement de la croissance économique mondiale. L'inflation devrait se maintenir à un niveau élevé au 2<sup>e</sup> semestre avant de reculer brusquement au 1<sup>er</sup> semestre de l'année prochaine. Il est peu vraisemblable que la BoE (Banque d'Angleterre) relève les taux avant la fin de l'année prochaine au plus tôt. L'institution a annoncé début octobre un nouvel assouplissement quantitatif d'un montant supplémentaire de 75 milliards GBP pour essayer de stimuler la demande à la suite de l'aggravation de la crise de la zone euro et de l'affaiblissement des perspectives de l'économie mondiale. Cet assouplissement devrait être le premier d'une série d'assouplissements quantitatifs ultérieurs.</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2011</th> <th>2012</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PIB (% croissance)</td> <td>1,0</td> <td>1,5</td> </tr> <tr> <td>Consommation (% croissance)</td> <td>-0,7</td> <td>1,0</td> </tr> <tr> <td>Investissement (% croissance)</td> <td>-0,4</td> <td>4,1</td> </tr> <tr> <td>Inflation (%)</td> <td>4,4</td> <td>2,7</td> </tr> <tr> <td>Dette publique (% PIB)</td> <td>83,7</td> <td>87,5</td> </tr> <tr> <td>Déficit public (% PIB)</td> <td>8,3</td> <td>6,9</td> </tr> </tbody> </table>		2011	2012	PIB (% croissance)	1,0	1,5	Consommation (% croissance)	-0,7	1,0	Investissement (% croissance)	-0,4	4,1	Inflation (%)	4,4	2,7	Dette publique (% PIB)	83,7	87,5	Déficit public (% PIB)	8,3	6,9
	2011	2012																				
PIB (% croissance)	1,0	1,5																				
Consommation (% croissance)	-0,7	1,0																				
Investissement (% croissance)	-0,4	4,1																				
Inflation (%)	4,4	2,7																				
Dette publique (% PIB)	83,7	87,5																				
Déficit public (% PIB)	8,3	6,9																				

ESPAGNE	Prévisions																						
<ul style="list-style-type: none"> <li>• La croissance du PIB a reculé au 2<sup>e</sup> trimestre, à 0,7 % en glissement annuel, à comparer au 0,9 % au 1<sup>er</sup> trimestre. La croissance devrait stagner au cours du 3<sup>e</sup> trimestre ;</li> <li>• L'inflation est restée à 3,5 % au 2<sup>e</sup> trimestre, et devrait régresser au 3<sup>e</sup> trimestre à 3,0 % ;</li> <li>• Le taux de chômage particulièrement élevé reste une question épineuse, avec un taux global en légère progression qui atteint presque 21,5 % pour le trimestre. Plus préoccupant, le taux de chômage, des 16-24 ans, situé à environ 45 %, reste parmi les plus élevés en Europe. Les chiffres du chômage se détérioreront probablement en fin d'année ; en effet, la fin du travail saisonnier de l'été affectera les chiffres enregistrés ;</li> <li>• Sur fond de conjoncture économique négative, la production industrielle de septembre a progressé pour la première fois en six mois. Toutefois l'indice PMI des services s'est à nouveau contracté en septembre à 44,8, soit un niveau inférieur au seuil-frontière des 50 points. Ceci laisse présager que l'évolution positive de la production industrielle sera éphémère.</li> </ul> <p><b>Notre avis :</b>            Au début octobre, Fitch a dégradé la note de crédit de l'Espagne, en arguant du risque associé au plan de consolidation budgétaire du pays associé aux niveaux élevés d'endettement et aux faibles perspectives de croissance. Si l'on tient compte du ralentissement économique chez les partenaires commerciaux de l'Espagne, il est peu vraisemblable que la croissance des exportations (qui, jusqu'à présent, a donné de relativement bons résultats) stimulera la croissance du PIB au cours du 2<sup>e</sup> semestre. La faiblesse de la croissance espagnole reste une préoccupation économique majeure. Le gouvernement a redoublé d'efforts pour regagner la confiance du marché, en annonçant qu'une limite de déficit budgétaire figurait dans la constitution et en introduisant de nouvelles mesures d'austérité pour résorber son déficit public. Malgré tout, si, comme le risque est élevé, la contagion de la crise de la zone euro touche l'Espagne, celle-ci sera contrainte de demander le concours de l'EFSF, qui nécessitera d'autres coupes d'austérité dans les dépenses publiques.</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2011</th> <th>2012</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PIB (% croissance)</td> <td>0,7</td> <td>0,6</td> </tr> <tr> <td>Consommation (% croissance)</td> <td>0,4</td> <td>0,3</td> </tr> <tr> <td>Investissement (% croissance)</td> <td>-4,9</td> <td>-0,4</td> </tr> <tr> <td>Inflation (%)</td> <td>3,1</td> <td>1,6</td> </tr> <tr> <td>Dettes publiques (% PIB)</td> <td>65,2</td> <td>70,0</td> </tr> <tr> <td>Déficit public (% PIB)</td> <td>6,5</td> <td>5,8</td> </tr> </tbody> </table>			2011	2012	PIB (% croissance)	0,7	0,6	Consommation (% croissance)	0,4	0,3	Investissement (% croissance)	-4,9	-0,4	Inflation (%)	3,1	1,6	Dettes publiques (% PIB)	65,2	70,0	Déficit public (% PIB)	6,5	5,8
	2011	2012																					
PIB (% croissance)	0,7	0,6																					
Consommation (% croissance)	0,4	0,3																					
Investissement (% croissance)	-4,9	-0,4																					
Inflation (%)	3,1	1,6																					
Dettes publiques (% PIB)	65,2	70,0																					
Déficit public (% PIB)	6,5	5,8																					

ITALIE	Prévisions																						
<ul style="list-style-type: none"> <li>• La croissance du PIB au 2<sup>e</sup> trimestre a poursuivi sa tendance baissière, à 0,8 % en glissement annuel ; le PIB se situe donc à 4,4 % en dessous de son sommet atteint fin 2007. Cette tendance baissière devrait se poursuivre au 3<sup>e</sup> trimestre, avec une croissance du PIB atteignant seulement 0,4 % ;</li> <li>• La demande intérieure reste également faible. La consommation des ménages a stagné au 2<sup>e</sup> trimestre. Les prévisions du 3<sup>e</sup> trimestre sont négatives et devraient n'enregistrer qu'une croissance de 0,7 % en glissement annuel au 3<sup>e</sup> trimestre ;</li> <li>• Le chômage a toutefois de nouveau reculé, cette fois de 10 points de base pour atteindre 8,0 % au 2<sup>e</sup> trimestre. Le taux de chômage au sud du pays reste élevé, en particulier pour les jeunes, avec quelques 28 % des 16-24 ans sans travail ;</li> <li>• L'inflation a progressé à 2,6 % au 2<sup>e</sup> trimestre, comparé à 2,3 % au 1<sup>er</sup> trimestre. Elle devrait encore progresser davantage au 3<sup>e</sup> trimestre à 2,7 %.</li> </ul> <p><b>Notre avis :</b>                      Les trois grandes agences de notation ont dégradé la note de la dette souveraine de l'Italie au cours du trimestre, arguant des inquiétudes concernant la bonne volonté du gouvernement Berlusconi à mettre en œuvre les réformes et les mesures d'austérité nécessaires pour regagner la confiance économique. Cette situation pourrait toutefois évoluer au cours des deux prochains trimestres avec la chute possible attendue du gouvernement Berlusconi. Les perspectives de croissance intérieure restent sombres et l'affaiblissement de la dynamique des échanges mondiaux infligera d'autres tensions à la baisse sur la croissance du PIB. La difficulté majeure consistera à éviter la contagion des pays en crise plus faibles à l'Italie.</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2011</th> <th>2012</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PIB (% croissance)</td> <td>0,7</td> <td>0,0</td> </tr> <tr> <td>Consommation (% croissance)</td> <td>0,7</td> <td>0,0</td> </tr> <tr> <td>Investissement (% croissance)</td> <td>0,9</td> <td>0,1</td> </tr> <tr> <td>Inflation (%)</td> <td>2,7</td> <td>2,0</td> </tr> <tr> <td>Dette publique (% PIB)</td> <td>120</td> <td>120</td> </tr> <tr> <td>Déficit public (% PIB)</td> <td>4,0</td> <td>3,5</td> </tr> </tbody> </table>			2011	2012	PIB (% croissance)	0,7	0,0	Consommation (% croissance)	0,7	0,0	Investissement (% croissance)	0,9	0,1	Inflation (%)	2,7	2,0	Dette publique (% PIB)	120	120	Déficit public (% PIB)	4,0	3,5
	2011	2012																					
PIB (% croissance)	0,7	0,0																					
Consommation (% croissance)	0,7	0,0																					
Investissement (% croissance)	0,9	0,1																					
Inflation (%)	2,7	2,0																					
Dette publique (% PIB)	120	120																					
Déficit public (% PIB)	4,0	3,5																					

EUROPE CENTRALE ET ORIENTALE	Prévisions																	
<ul style="list-style-type: none"> <li>En République tchèque, la croissance du PIB réel a affiché une légère régression au 2<sup>e</sup> trimestre à 2,4 % en glissement annuel, contre 3,1 % au 1<sup>er</sup> trimestre ; il s'agit du premier ralentissement de la croissance depuis la fin de la récession en 2009. La demande intérieure reste faible et l'austérité budgétaire ralentit l'essor économique ;</li> <li>En Hongrie, la croissance du PIB réel a affiché un sévère ralentissement au 2<sup>e</sup> trimestre à 1,5 % en glissement annuel, contre 2,5 % au 1<sup>er</sup> trimestre et les dépenses des ménages se sont fortement ralenties. La tension continue liée au remboursement des prêts libellés en CHF ralentit l'économie en dépit de la législation récente adoptée par le gouvernement pour autoriser un remboursement à un taux de change d'escompte ;</li> <li>En Pologne, la croissance du PIB réel a connu un léger ralentissement au cours du 2<sup>e</sup> trimestre, à 4,3 % en glissement annuel, contre 4,4 % au 1<sup>er</sup> trimestre. Par rapport à ses homologues de l'Europe centrale et orientale, la croissance reste remarquablement stable avec une volatilité moindre que dans d'autres parties de l'Europe. La consommation des ménages et les investissements restent soutenus et le marché du travail et les activités de crédit ont repris au cours du trimestre en dépit des coupes budgétaires publiques ;</li> <li>En Roumanie, la croissance du PIB réel a ralenti à 1,4 % en glissement annuel au 2<sup>e</sup> trimestre, contre 1,7 % au 1<sup>er</sup> trimestre. Cette poursuite de la croissance positive qui fait suite à deux ans de récession, s'explique largement par l'explosion de la croissance des exportations au 1<sup>er</sup> semestre. La croissance des dépenses des ménages, qui est restée négative pendant dix trimestres, constitue toutefois un bémol pour la croissance globale.</li> </ul> <p><b>Notre avis :</b> Le ralentissement de la zone euro et des exportations allemandes sur lequel les principaux pays de l'Europe centrale et orientale sont axés, a commencé à réduire la production industrielle. Cette tendance devrait être moins prononcée pour la Roumanie qui dépend moins des exportations allemandes ainsi que pour la Pologne qui jouit d'une forte demande intérieure. À la mi-octobre, la BERD a revu ses prévisions de croissance à la baisse pour la région, en arguant les risques significatifs liés à l'exposition de la région à la crise de la zone euro. La menace principale concerne la contagion dans la région du fait d'un resserrement du crédit par le secteur bancaire, qui est détenu majoritairement par les banques de l'UE. Les investisseurs doivent se méfier des valorisations erronées des actifs où les prix n'intègrent pas encore entièrement ces risques.</p>	<table border="1"> <thead> <tr> <th>POLOGNE</th> <th>2011</th> <th>2012</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PIB (% croissance)</td> <td>3,9</td> <td>3,0</td> </tr> <tr> <td>Consommation (% croissance)</td> <td>3,5</td> <td>2,9</td> </tr> <tr> <td>Investissement (% croissance)</td> <td>6,3</td> <td>4,3</td> </tr> <tr> <td>Inflation (%)</td> <td>4,1</td> <td>2,8</td> </tr> </tbody> </table>			POLOGNE	2011	2012	PIB (% croissance)	3,9	3,0	Consommation (% croissance)	3,5	2,9	Investissement (% croissance)	6,3	4,3	Inflation (%)	4,1	2,8
	POLOGNE	2011	2012															
	PIB (% croissance)	3,9	3,0															
	Consommation (% croissance)	3,5	2,9															
	Investissement (% croissance)	6,3	4,3															
	Inflation (%)	4,1	2,8															
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>REP. TCHÈQUE</th> <th>2011</th> <th>2012</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PIB (% croissance)</td> <td>2,0</td> <td>1,5</td> </tr> <tr> <td>Consommation (% croissance)</td> <td>0,0</td> <td>0,8</td> </tr> <tr> <td>Investissement (% croissance)</td> <td>2,4</td> <td>2,3</td> </tr> <tr> <td>Inflation (%)</td> <td>1,9</td> <td>2,8</td> </tr> </tbody> </table>			REP. TCHÈQUE	2011	2012	PIB (% croissance)	2,0	1,5	Consommation (% croissance)	0,0	0,8	Investissement (% croissance)	2,4	2,3	Inflation (%)	1,9	2,8
	REP. TCHÈQUE	2011	2012															
	PIB (% croissance)	2,0	1,5															
	Consommation (% croissance)	0,0	0,8															
	Investissement (% croissance)	2,4	2,3															
	Inflation (%)	1,9	2,8															
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>HONGRIE</th> <th>2011</th> <th>2012</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PIB (% croissance)</td> <td>1,6</td> <td>1,0</td> </tr> <tr> <td>Consommation (% croissance)</td> <td>0,0</td> <td>-0,1</td> </tr> <tr> <td>Investissement (% croissance)</td> <td>-1,8</td> <td>0,6</td> </tr> <tr> <td>Inflation (%)</td> <td>3,9</td> <td>4,2</td> </tr> </tbody> </table>			HONGRIE	2011	2012	PIB (% croissance)	1,6	1,0	Consommation (% croissance)	0,0	-0,1	Investissement (% croissance)	-1,8	0,6	Inflation (%)	3,9	4,2
HONGRIE	2011	2012																
PIB (% croissance)	1,6	1,0																
Consommation (% croissance)	0,0	-0,1																
Investissement (% croissance)	-1,8	0,6																
Inflation (%)	3,9	4,2																
<table border="1"> <thead> <tr> <th>ROUMANIE</th> <th>2011</th> <th>2012</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>PIB (% croissance)</td> <td>1,5</td> <td>2,5</td> </tr> <tr> <td>Consommation (% croissance)</td> <td>1,4</td> <td>2,7</td> </tr> <tr> <td>Investissement (% croissance)</td> <td>2,5</td> <td>4,5</td> </tr> <tr> <td>Inflation (%)</td> <td>6,0</td> <td>3,7</td> </tr> </tbody> </table>			ROUMANIE	2011	2012	PIB (% croissance)	1,5	2,5	Consommation (% croissance)	1,4	2,7	Investissement (% croissance)	2,5	4,5	Inflation (%)	6,0	3,7	
ROUMANIE	2011	2012																
PIB (% croissance)	1,5	2,5																
Consommation (% croissance)	1,4	2,7																
Investissement (% croissance)	2,5	4,5																
Inflation (%)	6,0	3,7																

PAYS NORDIQUES	Prévisions		
<ul style="list-style-type: none"> <li>• En Norvège continentale, la croissance du PIB a progressé à 2,7 % en glissement annuel au 2<sup>e</sup> trimestre selon les attentes. Elle devrait continuer de progresser à 3,0 % au 3<sup>e</sup> trimestre ;</li> <li>• La croissance explosive de la Suède observée au 1<sup>er</sup> trimestre, à 6,9 % en glissement annuel, n'a pas été maintenue ; elle a chuté à 4,8 % au 2<sup>e</sup> trimestre ;</li> <li>• En Finlande, la croissance du PIB a considérablement ralenti au 2<sup>e</sup> trimestre, à 2,7 % en glissement annuel ;</li> <li>• La croissance du PIB danois a connu une progression marginale à 2,0 % liée à une forte augmentation des investissements ;</li> <li>• Le chômage au Danemark, en Suède et en Finlande s'est partout contracté au cours du 2<sup>e</sup> trimestre et le taux de chômage norvégien est resté stable à 3,3 % ;</li> <li>• Au Danemark et en Suède, l'inflation a augmenté au cours du 2<sup>e</sup> trimestre tandis que les niveaux d'inflation sont restés stationnaires en Finlande et en Norvège.</li> </ul> <p>Notre avis :</p> <p>La croissance de la région devrait subir certaines tensions du fait du ralentissement du commerce mondial et de la crise de la zone euro. Au Danemark, la reprise survenant à la suite de la récession de 2008-2009 restera probablement la plus faible de la région en raison de la chute de la confiance des entreprises et des probabilités grandissantes d'une nouvelle récession. Comme pour le reste de l'Europe, les perspectives de la région seront avant tout façonnées par la nature et les délais de réaction de la résolution de la crise dans la zone euro. L'inflation de la région devrait reculer au cours des 6 prochains trimestres et seule la Norvège connaîtra probablement une légère progression des prix à la consommation à court terme. Les banques centrales suédoise et norvégienne ont récemment indiqué leur intention de relever les taux de base bien qu'il soit de moins en moins probable que ces deux banques poursuivent cette voie au vu des perspectives économiques externes négatives. Compte tenu de l'affaiblissement de la dynamique et des perspectives au Danemark, la banque centrale emboîtera probablement le pas à la BCE en abaissant ses taux au cours des deux prochains trimestres.</p>	SUÈDE	2011	2012
	PIB (% croissance)	4,4	2,8
	Consommation (% croissance)	2,7	2,6
	Investissement (% croissance)	8,6	6,1
	Inflation (%)	3.1	2.5
	DANEMARK	2011	2012
	PIB (% croissance)	1,8	2,0
	Consommation (% croissance)	1,6	1,5
	Investissement (% croissance)	3,4	4,2
	Inflation (%)	2,5	2,0
FINLANDE	2011	2012	
PIB (% croissance)	3,4	2,4	
Consommation (% croissance)	2,3	2,3	
Investissement (% croissance)	5,5	3,9	
Inflation (%)	2,8	2,2	
NORVÈGE	2011	2012	
PIB (% croissance)	2,9	3,4	
Consommation (% croissance)	3,0	3,7	
Investissement (% croissance)	8,5	6,3	
Inflation (%)	1,8	1,9	

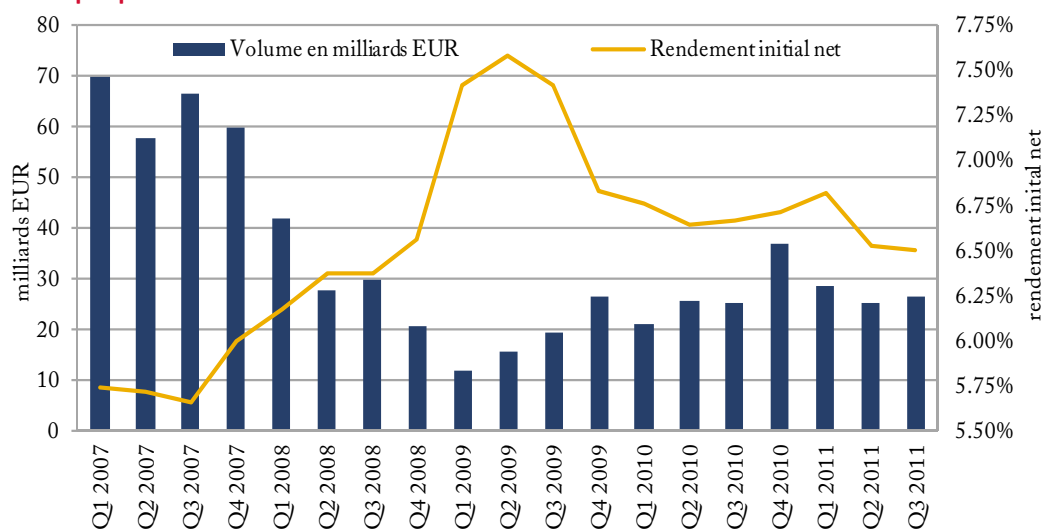
Sources : Consensus Economics, Natixis, Oxford Economics, EIU, AEW Europe

## LES MARCHÉS D'INVESTISSEMENT IMMOBILIER

### LE MARCHÉ DE L'IMMOBILIER RESISTE MALGRÉ LA VOLATILITE DES AUTRES MARCHES

Étant donné que le volume des investissements immobiliers a baissé au T2, certains investisseurs se sont demandés si l'aversion au risque résultant de la crise de la zone euro commençait par affecter le volume des transactions immobilières. Ces craintes n'avaient pas lieu d'être car les volumes enregistrés au T3 ont affiché une légère hausse, soit 26,3 milliards EUR de transactions immobilières opérées au cours de ce trimestre. Cela représente une hausse de 2% en glissement trimestriel et un total de 81,1 milliards EUR de transactions immobilières opérées depuis le début de l'année (fin T3). En comparaison, seuls 71,3 milliards EUR ont été enregistrés à la fin du troisième trimestre 2010, ce qui montre une hausse d'activité considérable pour 2011 et la résistance du marché.

**Graphique 11. Evolution des volumes d'investissement et des rendements initiaux nets**



Source: RCA, PMA, AEW Europe

Le graphique 11. ci-dessus montre que les taux de rendement initial nets enregistrés dans la plupart des centres sont stables, mais dans ceux où ils ont changé, le mouvement a été plutôt baissier.

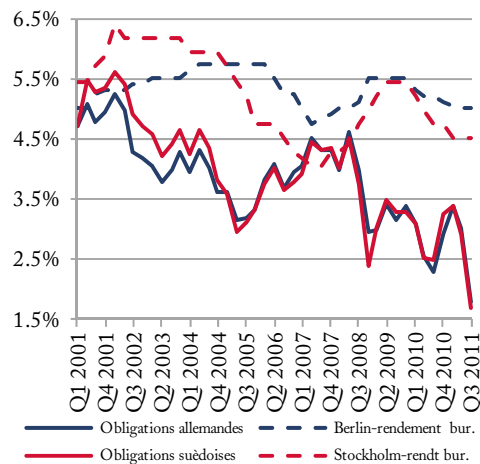
L'EU-15 enregistre un rendement de bureau moyen de 5,41%, soit une compression de seulement 4 bps par rapport au T2. Les villes qui affichent une plus forte compression de leur taux de rendement sont Paris, avec des rendements de 4,50%, comprimés de 15 bps par rapport au T2 ; la ville de Londres avec 5,00%, en baisse de 25 bps et Budapest avec 7,25%, en baisse de 25 bps. Curieusement, le T3 n'affiche aucune transaction dont le rendement est inférieur à 4%, contrairement aux derniers trimestres. Les transactions qui affichent les plus faibles taux de rendement au cours du trimestre sont : 46-48 Grosvenor Gardens, Londres, qui s'est vendu à 4,90% ; 3-5 Boulevard Malesherbes, à 4,75% et Altstadt Palais, Munich, à 4,75%.

En moyenne, les rendements de commerce à travers l'Europe ont subi une faible compression de 2 bps au cours du trimestre pour atteindre 4,96%. Les taux de rendement étaient principalement stables, certains centres enregistrant une compression plus forte que d'autres au cours du trimestre comme Paris, en baisse de 15 bps à 4,35% ; Rotterdam en baisse de 5 bps à 4,10% ; Varsovie en baisse de 10 bps à 6,25% et Prague en baisse de 25 bps à 6,25%.

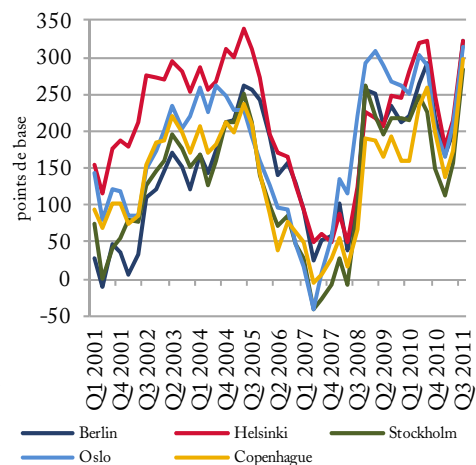
En Europe, le marché industriel est contrasté. Les taux de rendement ibériques sont en hausse. Toutefois, les taux de rendements hongrois et néerlandais ont légèrement baissé au cours du trimestre. La moyenne des taux de rendement industriels en Europe s'élevaient à 7,53% à la fin de la période, affichant une baisse d'1 bp seulement en glissement trimestriel.

Dans tous les secteurs du marché immobilier enregistrés au cours du trimestre, les volumes de transactions sont restés assez stables. L'un des facteurs à l'origine de cette situation peut être l'écart attractif entre les rendements prime et les obligations d'État à 10 ans, comme indiqué aux graphiques 12. et 13. ci-dessous.

**Graphique 12 Comparaison de rendements en bureau et de rendements d'obligations souveraines à 10 ans**



**Graphique 13 Spreads entre les rendements en bureau et les rendement d'obligations souveraines correspondantes**



Source: Datastream, PMA, AEW Europe

Les écarts de rendement pour les pays nordiques et l'Allemagne n'ont jamais été aussi élevés, de sorte que même le faible taux de rendement prime de 4,51% enregistré à Stockholm offre un écart de 283 bps par rapport aux obligations d'État à 10 ans. Il s'ensuit qu'un investisseur, type fonds de pension, pour qui la liquidité des obligations d'État n'est pas primordiale<sup>(1)</sup>, trouve encore du sens à investir dans des actifs immobiliers de première qualité, même sur la base de taux de rendements aussi faibles. Ce point de vue est conforté par les importants volumes d'investissement maintenus sur ces marchés. Par ailleurs, vu l'agitation provoquée par la crise de la zone euro, l'attrait de ces marchés immobiliers est accentué par une performance économique nationale solide et par des finances publiques saines, ces deux facteurs se reflétant dans les taux de rendement obligataires de ces pays.

**CONDITIONS DE FINANCEMENT**

De manière générale, il est devenu plus difficile de se procurer de la dette pour les transactions immobilières au cours du trimestre, suite au durcissement des conditions d'emprunt, ainsi qu'à la détérioration des perspectives économiques et la crise de la zone euro. Cette tendance a débuté en Europe du Sud et s'est propagée par la suite.

L'Allemagne est une des exceptions à cette tendance, où la concurrence entre les prêteurs pour financer les investissements immobiliers reste élevée. En effet, le montant maximal généralement accordé pour un prêt a quelque peu augmenté, atteignant 200 millions EUR avec un ratio LTV (prêt/valeur) maximal de 70%. L'Allemagne, notamment, a bien plus de capacité à financer l'acquisition d'actifs « prime » de grande surface. Pourtant, les

<sup>(1)</sup> Il est évident que pour financer un investissement immobilier, il ne sera pas nécessaire d'appliquer le taux d'intérêt des obligations d'État, mais plutôt le taux swap 5 ans. Les taux de rendement des obligations d'État sont utilisés ici car ils représentent une autre possibilité d'investissement direct.

prêteurs restent très prudents en ce qui concerne les prêts sur les actifs secondaires et les emprunteurs éprouvent des difficultés à refinancer les prêts sur de tels actifs.

En Espagne, l'emprunt pour financer des transactions immobilières a été particulièrement difficile, ce qui n'est pas surprenant étant donné le nombre important de créances douteuses inscrites dans les livres des banques espagnoles et la situation économique désastreuse du pays. La crise de la zone euro et la hausse des taux de rendement obligataires en Espagne ont contribué à augmenter le coût du capital pour les banques espagnoles. Cette situation a entraîné une augmentation des marges pour les emprunteurs capables de recourir à la dette bancaire et a considérablement abaissé les montants moyens généralement accordés pour un emprunt. Les marges typiquement enregistrées en Espagne au cours du trimestre ont été de 300-325 bps supérieures au taux swap contre Euribor 5 ans. Le montant maximal des prêts traditionnellement accordés ne dépassait pas les 30 millions EUR.

Les banques allemandes ne sont pas seulement des prêteurs actifs sur leur marché intérieur, elles ont octroyé des prêts sur des gros actifs « prime » à travers l'Europe ; plus particulièrement dans les pays nordiques, les PECO, le Benelux et, dans une moindre mesure, la France. Les prêts allemands consentis sur les transactions immobilières ibériques sont très faibles. Ce comportement en matière d'octroi de prêts a créé un créneau sur le marché, de prêts trop faibles pour intéresser les Landesbanken, mais trop importants pour les prêteurs spécialisés dans ce segment.

Afin de sécuriser tout financement bancaire lié à des acquisitions d'actifs secondaires, les relations sont cruciales ; ces prêteurs prêtent essentiellement et uniquement aux emprunteurs avec lesquels ils sont en bons termes.

En comparaison, le prêt en France est dominé par les banques nationales et il peut être octroyé à la fois pour des actifs « prime » et pour une sélection sécurisée d'actifs secondaires. Les montants maximums généralement accordés pour un prêt tournent autour de 75m EUR, avec un ratio prêt/valeur maximal de 65%, à une marge d'environ 165 bps pendant toute la durée du taux swap contre Euribor 5 ans.

En Europe, pour les prêts supérieurs à 50m EUR, un consortium de banques financera les facilités. Cependant, la plupart des prêts bancaires servent à refinancer les facilités existantes plutôt que de nouveaux prêts.

Au Royaume-Uni, le financement bancaire est généralement disponible pour des actifs « prime » et pour les bons actifs secondaires. Bien que les taux swap 5 ans en livres sterling aient tendance à diminuer par rapport à ceux en euro, l'augmentation des marges survenue cette année a limité la baisse des coûts d'emprunt. Les marges ont augmenté de 225 bps pour les taux des swaps d'échéance à 5 ans et il est possible qu'elles augmentent davantage si les tensions sur le marché interbancaire s'accroissent. En général, les ratios prêt/valeur sont fixés à 70% et les montants traditionnellement accordés pour un prêt ne dépassent pas 60 millions GBP.

En Europe, l'octroi de prêts bancaires pour les développements en blanc demeure rare. Seuls quelques prêteurs mezzanine sont disposés à financer des projets de développement, à des taux d'intérêt proportionnels élevés. Toutefois, le financement bancaire reste accessible aux projets de développement pré-commercialisés de qualité.

#### NOTRE OPINION

- Les volumes de transaction avaient sensiblement augmenté au cours du quatrième trimestre en 2009 et 2010 avec, en toile de fond, une augmentation de la valeur en capital. Compte tenu des perspectives économiques et de l'intensification des problèmes dans la zone euro, il semble improbable qu'une

forte augmentation des volumes survenue au quatrième trimestre 2011. Malgré cela, dans l'ensemble, les volumes pour 2011 devraient s'aligner sur le niveau de 2010 de 109,9 milliards EUR ;

- Les inquiétudes suscitées par les perspectives économiques et la crise de la zone euro contribueront à diriger l'investissement immobilier vers des refuges tels que le Royaume-Uni, l'Allemagne, les pays nordiques et les PECO, à des taux supérieurs à ceux normalement attendus ;
- Le T4 continuera de voir les investisseurs favoriser les pays qui sont moins directement exposés à l'agitation de la zone euro et l'écart de rendement entre les actifs « prime » et secondaires persistera et, peut-être, s'accroîtra dans les pays considérés comme étant davantage confrontés à des perspectives économiques négatives. De plus en plus, les actifs secondaires trouveront faveur auprès des investisseurs uniquement avec des baux plus longs et avec des locataires de meilleure qualité. Certains pays comme le Royaume-Uni pourraient se révéler relativement intéressants à cet égard ;
- Les valeurs en immobilier ont atteint un point bas au cours du premier semestre 2010 suite à la crise financière et se sont redressées depuis, mais sont encore 5 à 20% inférieures à leur pic enregistré avant la crise. Des opportunités peuvent survenir en Europe si certains immeubles sont disponibles à une valeur inférieure à leur coût de remplacement ;
- Nous prévoyons une reprise des volumes de transaction au second semestre 2012 quand l'issue à la crise de la zone euro se clarifiera ;
- Les ventes de portefeuilles de prêts immobiliers continueront d'augmenter en 2012, car les banques sont de plus en plus disposées à extraire ces opérations de leur bilan. Cela contribuera à créer des opportunités pour les investisseurs à plus haut risque qui ont des capitaux à déployer, car les banques allègent leurs attentes en matière de pricing. Clairement, les « due diligence » (audits avant acquisition) minutieuses seront cruciales sur ces opportunités.

## MARCHÉS DES BUREAUX

### LES LOCATAIRES DEVIENNENT PRUDENTS FACE A L'AFFAIBLISSEMENT DES PERSPECTIVES ECONOMIQUES

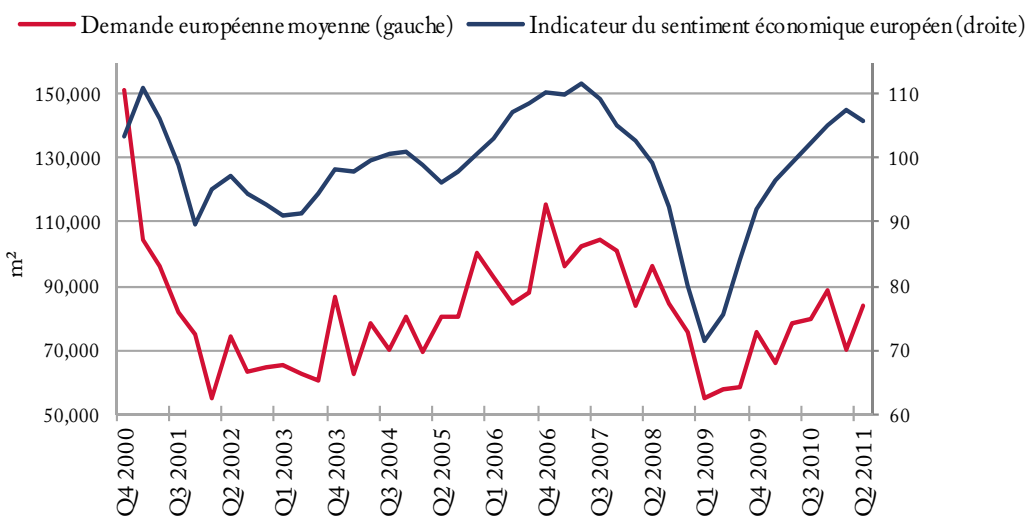
Après plusieurs trimestres de croissance de la demande placée, de baisse des taux de vacance et de stabilité/hausse des valeurs locatives, les prochains trimestres annoncent probablement une période de stagnation, voire de mouvements à la baisse des valeurs locatives. Un certain nombre de facteurs font prévoir cette perspective :

- Les utilisateurs reportent ou annulent leurs projets d'investissement et plans de recrutement ;
- De nouvelles vagues de licenciements sont mises en place par de nombreuses entreprises, par exemple Cisco, Microsoft, Philips et Research in Motion ;
- Et environ 71 000 emplois sont en cours de suppression dans le secteur des services financiers.

Cette perspective diffère radicalement de celle présentée au début du printemps, lorsque la dynamique de confiance des entreprises suggérait une phase renouvelée d'expansion et de fusions/acquisitions. Les analystes tentent de savoir si cette période d'activité négative n'est que temporaire ou annonce un changement de stratégie plus durable. Compte tenu des perspectives économiques négatives et des incertitudes qui règnent dans la zone euro, la seconde hypothèse semble plus probable. Le graphique 14. ci-dessous illustre la relation entre la demande placée des bureaux et le climat des affaires.

Malgré ces perspectives négatives, on estime qu'en 2011, la demande placée globale à travers l'Europe dans son ensemble sera similaire à celle de 2010. Les niveaux encore très bas de nouveaux développements et la faible dynamique de l'offre signifient que les occupants en demande de nouvelles surfaces ou plus de surface se rabattent principalement sur l'offre existante. De la même manière, dans de nombreux centres tertiaires, ceux qui cherchent à réduire leurs surfaces de bureaux à l'expiration des baux, se heurtent à des marchés sur-offreurs sur des surfaces de moins bonne qualité.

**Graphique 14. Demande place trimestrielle en Europe et sentiment économique en Europe**



Source: PMA, Datastream

## DEMANDE DES UTILISATEURS

Au cours du troisième trimestre, Paris a affiché les premiers signes d'un ralentissement des transactions locatives de grandes surfaces (locations de 5 000 m<sup>2</sup> +). 34 transactions de ce type ont eu lieu au cours de cette période, contre 45 au troisième trimestre 2010. D'une manière générale, les grandes entreprises sont attentistes en terme de mouvement, et sont très prudentes en ce qui concerne les plans d'expansion. Les plus petites entreprises sont les plus touchées, car elles sont plus directement exposées aux effets résultant du climat des affaires locales et du climat économique au sens plus large.

Un schéma similaire de la demande placée émerge à Londres, où les locations sont restées limitées durant le trimestre. Seul le quartier du West End a enregistré une croissance positive de la demande placée. La majeure partie de la demande placée à Londres et à Paris concernait des surfaces de bureaux modernes et bien équipés, à l'instar des autres grands centres tertiaires européens.

En Allemagne, les marchés de bureaux ont enregistré une activité plus positive et, malgré une baisse de la confiance des entreprises, les niveaux de la demande placée n'ont pourtant pas été affectés. En octobre, cependant, les premiers signes indiquant que les entreprises tendent à suspendre leur recherche de nouveaux espaces de bureaux ont émergé. Francfort est la seule ville où la demande placée a baissé au troisième trimestre (-6%) peut-être en raison de son exposition au secteur des services financiers, qui se révèle souvent être un indicateur de marché de premier plan.

Néanmoins, les sept villes les plus importantes d'Allemagne ont enregistré 2,48 millions de m<sup>2</sup> de demande placée au T3, soit une hausse de 22% en glissement annuel. À la fin du trimestre, la seule ville de Munich avait déjà dépassé les 600 000 m<sup>2</sup> de demande placée, par rapport aux 439 000 m<sup>2</sup> au cours de la même période l'année précédente. En Allemagne, il est prévu que la demande placée dépasse largement les 3 millions de m<sup>2</sup> en 2011.

En accord avec la performance économique solide de la région, les PECO ont enregistré une plus forte demande locative de surfaces de bureaux. Les plus importants marchés des PECO affichaient toujours une croissance de la demande placée, notamment Varsovie, Prague, Budapest, Bratislava et Bucarest. Il est intéressant de noter que l'activité de renouvellement et de renégociation de baux enregistrée au cours des trimestres précédents, ait abouti à de gros mouvements d'utilisateurs dans des villes comme Prague et Bucarest.

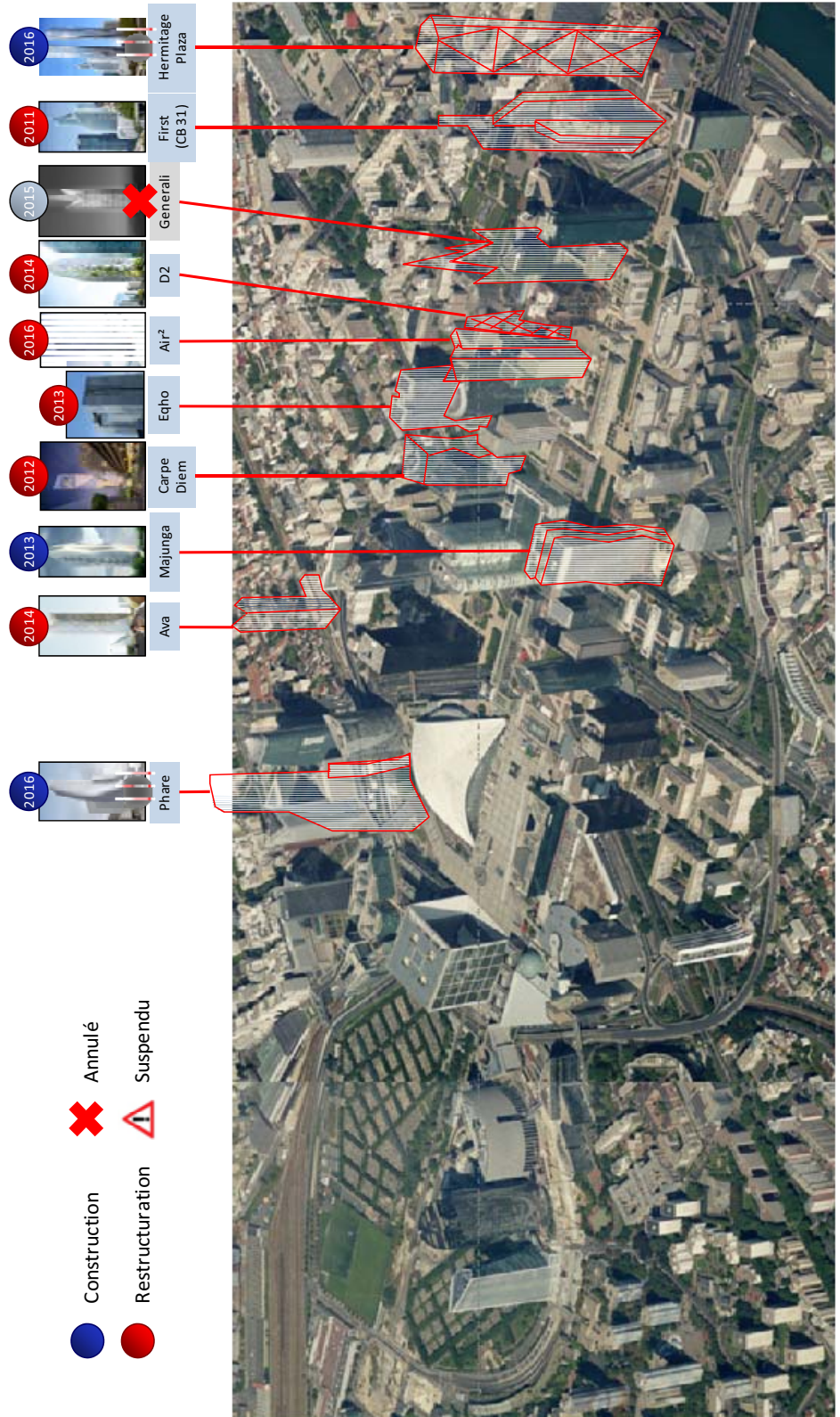
## OFFRE ET DISPONIBILITE

Les développements de nouveaux bureaux risquent de rester faibles, par manque de disponibilité de financement à travers toute l'Europe. Seule la ville de Londres a enregistré une légère hausse de l'activité de développement au cours du trimestre, mais cette hausse reste inférieure à la tendance. Les projets de développement en cours ont, pour beaucoup, été suspendus à l'exception des pré-commercialisations.

La principale cause de suspension ou d'abandon des projets de développement est le contexte économique incertain. L'exemple du quartier de La Défense (région parisienne), qui compte 3,4 millions de m<sup>2</sup> de bureaux et qui est le plus important centre tertiaire d'Europe, souffle le chaud et le froid.

D'un côté, les projets de développement qui ont été suspendus dans le quartier de La Défense sont le projet de la Tour Generali, qui compte 90 000 m<sup>2</sup>, celui de la Tour Phare, qui compte 128 000 m<sup>2</sup> et le projet de l'Hermitage Plaza, qui compte 280 000 m<sup>2</sup>, dont 30 000 m<sup>2</sup> de surfaces de bureaux. Tandis que le projet de la Tour Generali ait été abandonné, les projet de l'Hermitage Plaza et de la Tour Phare sont retardés en raison de nombreux recours administratifs déposés.

Graphique 15. La Défense : offre future et récents événements



Source : AEW Europe Research

De l'autre côté, l'offre future à la Défense reste conséquente. En tenant compte des restructurations, 593 100 m<sup>2</sup> de surfaces devraient être livrées 2012 et 2014. La plus proche livraison est l'immeuble Carpe Diem, qui compte 41 814 m<sup>2</sup>, prévue pour décembre 2012. Suite à cela, la Tour Mjunga, qui compte 63 000 m<sup>2</sup>, est prévue pour décembre 2013.

En Allemagne, les surfaces attendues devraient totaliser 870 000 m<sup>2</sup> en 2011. Même si la demande locative reste positive pour le reste de l'année, il est improbable que cette offre soit intégralement absorbée, étant donné les 120 000 m<sup>2</sup> qui n'ont toujours pas trouvé preneur.

Dans les PECO, les apparences sont trompeuses. Prague, Bucarest et Budapest affichent toujours des taux de vacance à deux chiffres. Comme c'est le cas dans d'autres centres de bureaux en Europe, les utilisateurs recherchent des surfaces de bureaux modernes et de qualité et se disputent toujours la rareté d'une telle offre. La vacance affichée est trompeuse, dans la mesure où les taux de vacance des surfaces de bureaux de classe « A » sont considérablement moins élevés. Les utilisateurs à la recherche de surfaces de bureaux modernes et de qualité, supérieures à 5 000 m<sup>2</sup>, se heurtent souvent à un choix très limité.

Dans les pays nordiques, les taux de vacance sont en baisse et atteignent 8,1% en moyenne, avec des entreprises de construction qui planifient déjà de nouveaux projets.

En Europe, les taux de vacance élevés concernent majoritairement l'offre secondaire. Cependant, certaines offres neuves rencontrent des difficultés de commercialisation. À Londres, 42% des surfaces disponibles sont de seconde main obsolète. Ce chiffre augmente généralement à mesure qu'on se déplace à l'est. Dans certaines villes des PECO, jusqu'à 80% des surfaces disponibles sont anciennes et inadaptées à la demande. Étant donné l'offre limitée de surfaces de qualité, les bâtiments restructurés sont fortement recherchés.

## LOYERS

À l'heure actuelle, sur le marché parisien, les locataires sont en position de force dans les négociations de baux. Cette situation devrait modérer les valeurs locatives là où elles avaient commencé à augmenter malgré l'absence d'offres de qualité, et compresser les loyers sur les surfaces de seconde main en raison de la sur-offre. Les utilisateurs devraient continuer à être préoccupés par des réductions de coûts. À l'heure actuelle, les loyers prime se situent autour de 750 EUR par m<sup>2</sup> par an.

Londres n'a pas connu de changement des valeurs locatives sur les principaux segments du marché au cours du trimestre, avec des loyers de 55 GBP par pieds<sup>2</sup>/an dans le quartier de la City et de 92,50 GBP par pieds<sup>2</sup>/an dans le quartier de West End.

En Allemagne, les loyers ont été stables au cours du trimestre. Les loyers atteignent 396 EUR par m<sup>2</sup>/an à Francfort, 348 EUR à Munich, 276 EUR à Düsseldorf et 300 EUR à Berlin.

Dans les PECO, les valeurs locatives prime ont augmenté à Varsovie et devraient au moins rester stables dans les autres principaux centres, si elles n'augmentent pas davantage. Cette situation dépendra grandement du fait que la demande des locataires reste stable ou non, demande qui, à son tour, dépendra des événements macroéconomiques. Compte tenu de la faible offre future à travers la région, les fondamentaux immobiliers plaident pour une augmentation des loyers.

Les valeurs locatives en Italie restent stables, mais l'écart entre les loyers des secteurs les plus recherchés et ceux des secteurs secondaires s'accroît. Les loyers prime s'élèvent à 520 EUR par m<sup>2</sup>/an à Milan et à 420 EUR à Rome. Les valeurs locatives dans la périphérie des quartiers de bureaux des deux villes se situent autour de 240-260 EUR par m<sup>2</sup>/an.

À Madrid, à l'exception des meilleurs sites, les loyers ont baissé, notamment pour les surfaces secondaires. Les loyers se situent entre 150 et 312 EUR par m<sup>2</sup>/an, selon le quartier.

Dans les pays nordiques, l'augmentation moyenne des loyers à travers les quatre capitales était de 4,5% en moyenne en glissement trimestriel. Les loyers varient en fonction du lieu, Stockholm affichant les loyers les plus élevés avec 481 EUR par m<sup>2</sup>/an, 450 EUR à Oslo, 363 EUR à Helsinki et 228 EUR à Copenhague. Ces quatre capitales devraient enregistrer une augmentation des loyers au cours du prochain trimestre.

### INVESTISSEMENT

L'activité d'investissement dans les PECO est restée concentrée sur certains pays de la région. La Pologne et la Russie ont continué d'attirer la majeure partie de l'activité, soit 75% des volumes de transaction dans les PECO au cours du trimestre. Dans la région, les transactions se concentraient sur le stock prime, laissant moins de liquidités pour le stock secondaire.

Les principales transactions opérées dans les PECO au cours du trimestre concernaient les 30 000 m<sup>2</sup> de bureaux du bâtiment North Gate à Varsovie, acquis par WestInvest Interselect pour un NIY de 7,1% et les 16 000 m<sup>2</sup> de bureaux de la Zebra Tower, acquise par Union Investment pour un NIY de 6,6%.

En Italie, au cours du trimestre, 58% de l'activité d'investissement s'est concentrée à Milan. Sur les 331 millions EUR investis, 58% concernaient des actifs de bureaux. Vu le risque pour l'Italie face à la crise de la zone euro, l'intérêt des investissements étrangers en Italie s'affaiblit, avec 85% des acquisitions opérées par des investisseurs nationaux. Les taux de rendement initial bruts (GIY) prime ont atteint 5,1% à Milan et 5,8% à Rome.

À l'inverse, les marchés d'investissement dans les pays nordiques se sont bien comportés, portés par leur performance économique relative meilleure. 8,2 milliards EUR de transactions ont été contractés au premier semestre, soit une augmentation de 7% en glissement annuel. Les investisseurs continuent de privilégier le stock prime de bureaux, ce qui a contribué à abaisser davantage les NIY au cours du trimestre, compris entre 4,75 et 5,40%. La plus importante transaction transfrontalière opérée concernait l'acquisition par Grosvenor d'un portefeuille de commerces en Suède pour 268m EUR.

### NOTRE OPINION

- Un ralentissement de la demande locative à grande échelle est probable aux alentours du prochain trimestre, jusqu'à ce que les utilisateurs aient acquis plus de certitude sur les perspectives économiques et que des avancées soient faites sur la résolution de la crise en zone euro. Il est bien possible que la demande placée baisse à travers la région au T4 et au S1 2012. Quoique pour 2011, on s'attend au même niveau de demande placée qu'en 2010 ;
- L'offre moderne et de qualité demeurera limitée dans la plupart des centres, car les nouveaux projets de développement restent rares face à l'incertitude macroéconomique. Dans la région, les banques ne sont pas disposées à financer le développement en blanc. Les accords de pré-commercialisation resteront requis pour financer un développement et les banques continueront d'être sélectives sur les projets ;
- L'activité de restructuration des bureaux est susceptible de s'accroître et peut devenir une alternative rentable, étant donné la sur-offre d'immeubles de seconde main,

notamment dans les PECO. Les restructurations présentent d'autre part l'avantage d'être généralement moins risquées que les nouveaux projets de développement ;

- Les taux de vacance peuvent augmenter à Londres, Paris et Francfort, compte tenu des possibles réductions d'effectifs dans le secteur des services financiers ;
- Les utilisateurs resteront préoccupés par les réductions de coût et continueront de négocier fermement les loyers. Compte tenu des perspectives économiques et de la crise de la zone euro, les loyers n'augmenteront que dans une minorités de marchés, notamment à Varsovie.

## MARCHÉ DES COMMERCES

### LORSQUE VOTRE MORAL EST A ZERO, ALLEZ FAIRE LES BOUTIQUES

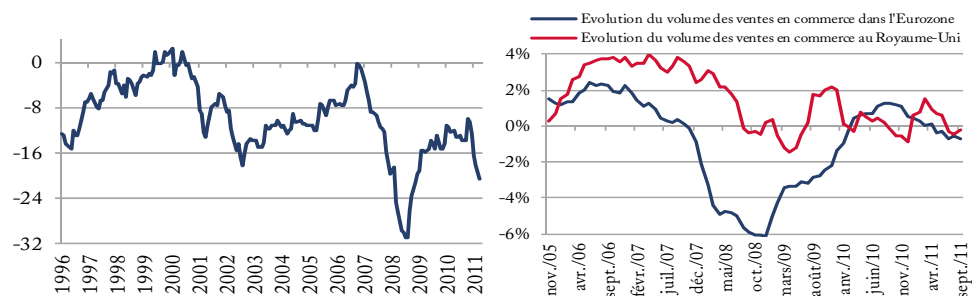
Suite à la grande crise financière de 2007-2008, les facteurs qui affectent le secteur des commerces comme la confiance des consommateurs, l'inflation, l'augmentation du prix de l'immobilier et les taux de chômage, ont été mitigés ou particulièrement faibles dans les pays en crise et au Royaume-Uni, comparé aux niveaux d'avant la crise. Inversement, ces facteurs ont été considérablement plus solides dans d'autres pays d'Europe, plus particulièrement dans les pays nordiques et en Pologne. Toutefois, pour l'Europe prise dans son ensemble, l'environnement des commerces s'est détérioré. Ceci est clairement démontré par la perte croissante de la confiance des consommateurs à travers l'UE au cours des deux derniers trimestres, comme indiqué sur le graphique 16. ci-dessous.

Comme pour les autres facteurs qui affectent le secteur des commerces, les niveaux de confiance des consommateurs ne sont pas uniformes à travers l'UE. Compte tenu des problèmes rencontrés par les pays touchés par la crise, la confiance dans les pays d'Europe du Sud est particulièrement faible. Bien que la confiance a été et reste forte dans les pays nordiques, elle s'est quelque peu affaiblie plus récemment.

La faible croissance des prix de l'immobilier dans certaines parties de l'Europe continue de nuire aux ventes au détail. L'Europe du Sud et l'Irlande sont particulièrement frappées par la baisse des prix de l'immobilier. La Grande-Bretagne a continué de subir une faible croissance des prix de l'immobilier, bien que certaines zones enregistrent une forte performance, notamment Londres. Cependant, certains pays d'Europe ont affiché une croissance continue des prix de l'immobilier depuis la grande crise financière et au cours du dernier trimestre. La France, notamment, a enregistré une croissance durable dans certains segments du marché de l'immobilier en 2011 jusqu'au mois d'octobre, malgré l'apparition d'un ralentissement évident de la croissance, ou une baisse des prix. En général, l'« effet de richesse » de l'immobilier en Europe ne pousse pas à la consommation comme il l'a fait avant la crise, car la croissance ralentit ou est négative. Pour obtenir plus de détails sur les trois principaux marchés de l'immobilier en Europe, reportez-vous à la section Marché Résidentiel du présent rapport.

Le graphique 17. ci-dessous montre la performance des volumes de ventes au détail avant et après la grande crise financière. L'augmentation des ventes au détail a relativement bien repris après la crise, mais les ventes se sont affaiblies depuis, compte tenu des perspectives économiques mondiales négatives et des troubles dans la zone euro. La France, la Pologne, la Finlande et la Suède ont bénéficié d'une croissance relativement forte au S1, mais le climat estival peu clément et la perte de la confiance des consommateurs sont susceptibles d'affecter la croissance au S2.

**Graphique 16. Indice de confiance des ménages ventes pour l'Europe (EU 27)** **Graphique 17. Evolution des volumes de de détails**



Source: Datastream

## MARCHE DES UTILISATEURS

La restructuration du secteur continue dans les zones les plus fragiles d'Europe, entraînant des fermetures de magasins voire des sorties de marchés non rentables (comme la marque Esprit qui est partie d'Espagne, du Danemark et de la Suède). Les ventes au m<sup>2</sup> deviennent l'indicateur de performance le plus parlant pour beaucoup d'enseignes, ce qui entraîné certains changements stratégiques, notamment la consolidation des surfaces de vente dans moins de magasins mais plus grands.

Suite à la grande crise financière, le Royaume-Uni notamment a été témoin d'un grand nombre de faillites de magasins. Cela a été particulièrement violent en 2009, mais une seconde vague de faillites est survenue au S1 2011. En comparaison, la France et l'Allemagne ont enregistré relativement peu de faillites. Ceci est probablement du, en premier lieu, à la plus grande activité du capital-investissement dans le secteur des commerces au Royaume-Uni, ainsi qu'aux plus hauts niveaux d'endettement. Également, comme la livre sterling s'est dépréciée face au dollar américain, certains commerçants ont été incapables de faire face à cette situation et aux pressions latentes sur les coûts (au plus haut niveau de leur chaîne de valeur) sur les consommateurs, entraînant des volumes de vente non viables. Enfin, la procédure de redressement judiciaire d'une entreprise est plus simple au Royaume-Uni que dans le reste de l'Europe. Ces faillites de commerces ajoutent davantage de pression sur les taux de vacance au Royaume-Uni, notamment pour les plus petites unités et dans les villes secondaires.

Le taux de vacance a légèrement augmenté en Allemagne, en partie suite à la fermeture de grands magasins comme Kaufhof et Karstadt, et également légèrement en France. Dans ces deux pays, les taux de vacance sont plus faibles qu'au Royaume-Uni.

L'Espagne a également connu une augmentation des fermetures de magasins, bien que limitée au secteur de l'équipement de la maison jusqu'à présent. De même en Italie, certaines enseignes ont fait faillite, dont l'exemple notable de Gianfranco Ferré.

Cependant, toutes les fermetures de commerces ne laissent pas d'emplacements vides pour bien longtemps. Les enseignes partantes sont souvent remplacées par les marques en expansion. Les marques américaines se sont notamment étendues en Europe ou ont pénétré le marché pour la première fois. La faible activité économique et la croissance du chômage ont entraîné une baisse du chiffre d'affaires de nombreuses enseignes américaines, ce qui a davantage motivé ces derniers à conquérir les marchés internationaux. La marque américaine Banana Republic prévoit d'ouvrir son premier magasin en France au T4, GAP a annoncé une série d'ouverture en Europe, Tommy Hilfiger et Michael Kors ont prévu d'ouvrir de nouvelles boutiques à Paris, Forever 21 ouvre actuellement des magasins en Europe et la marque Abercrombie & Fitch's Hollister ouvrira 40 nouveaux magasins à travers l'Europe cette année avec l'ambition à terme de compter 185 magasins à travers l'UE.

Depuis la grande crise financière, l'Europe enregistre les plus faibles niveaux de l'activité de développement de commerces. Les projets tendent à être moins importants et moins ambitieux qu'ils ne l'étaient peu de temps avant 2008, année record pour le développement de centres commerciaux. La fin de l'année 2011 sera marquée par une augmentation du nombre de lancements de projets par rapport à 2010, mais sans grande différence.

Le ralentissement de l'activité de développement n'est pas flagrant dans toute l'Europe. Les pays comme la Turquie, la Russie et la Pologne ont enregistré une augmentation continue des projets de développement de commerces, avec 146 projets importants en cours de réalisation. La majeure partie de ces projets étaient planifiés ou ont débuté avant la grande crise, ont ensuite été suspendus, puis ont aujourd'hui repris.

En Europe de l'Ouest, la France et l'Italie comptent le plus grand nombre de projets de développement de centres commerciaux en cours de réalisation. La France prévoit une

augmentation considérable du nombre de projets au cours des cinq prochains trimestres, après un ralentissement de l'activité en 2010. Cependant, comme dans d'autres pays d'Europe, les projets tendent à être moins volumineux ou reposent sur la construction d'extensions de centres existants.

Pour l'Italie, l'année 2011 devrait être marquée par une augmentation du nombre de centres commerciaux achevés et en cours de réalisation, une hausse de 22% par rapport à 2010. Les lancements de plusieurs projets ont du être retardés au cours des derniers mois. L'offre future de centres commerciaux en Espagne n'est pas non plus insignifiante, malgré les problèmes économiques du pays. Toutefois, comme en Italie, des projets ont été retardés ou reportés et l'incertitude règne quant aux dates de réalisation de ces projets.

Malgré la force de son économie, l'Allemagne enregistrera le plus faible nombre de réalisation de centres commerciaux en 2011 et 2012 depuis 1989. De la même manière, le Royaume-Uni devrait atteindre une baisse historique en termes de réalisation de projets l'année prochaine. Les chiffres du Royaume-Uni auraient été particulièrement bas cette année, à l'exception de la construction du centre Westfield de 176 500 m<sup>2</sup> à Stratford, qui a ouvert ses portes le 13 septembre.

La demande des utilisateurs est restée relativement faible au cours du trimestre (par rapport aux niveaux précédant la grande crise) notamment sur les marchés core de la zone euro, en Allemagne, en France et au Benelux. Les enseignes qui s'étendent ne le font que sur une base très sélective. Malgré les dépenses et la confiance relativement fortes des consommateurs dans les pays Nordiques, la demande des utilisateurs a peu de chance de s'envoler, car la Norvège et la Suède font déjà partie des pays qui possèdent la plus forte densité de centres commerciaux en Europe. Les zones de chalandise sont également plus importantes dans les pays core de la zone euro, ce qui intéresse davantage les enseignes pour les choix d'implantation. En Europe, les enseignes se concentrent sur les sites « prime » les plus fréquentés. Les localisations secondaires et les villes moins achalandées devraient voir venir moins d'enseignes.

La volonté des commerçants de se concentrer sur la niche haute du marché entraîne, entre autres, une augmentation des loyers des meilleures surfaces, comme illustré sur le graphique 18. ci-dessous.

**Graphique 18. Classement des dix rues commerçantes les plus chères au monde en 2011**

Rang 2011	Rang 2010	Ville	Rue	EUR/ m <sup>2</sup> / an	% évol.
1	1	New-York	Fifth Avenue	16,704	21.6
2	2	Hong-Kong	Causeway Bay	14,426	16.7
3	3	Tokyo	Ginza	7,750	8.7
4	9	Sidney	Pitt Street Mall	7,384	33.3
5	5	Paris	Champs-Élysées	7,364	5.3
6	4	London	New Bond Street	6,901	4.3
7	6	Milan	Via Montenapoleone	6,800	0.0
8	7	Zurich	Bahnhofstrasse	6,553	0.0
9	8	Seoul	Myeongdong	4,714	0.6
10	10	Munich	Kaufingerstrasse	3,960	6.5

Source: Cushman & Wakefield

## NOTRE OPINION

- La demande des utilisateurs reste faible sur la plupart des marchés européens et les enseignes sont très sélectives en ce qui concerne de nouvelles ouvertures. Cette tendance va probablement durer, au moins à court terme ;
- Les centres commerciaux bien établis et les grandes surfaces en pied d'immeuble dans les artères de ville resteront des opportunités d'investissement défensif solides. Ce type de surfaces est privilégié par les enseignes en expansion et la fréquentation s'y maintient voire augmente. Ce sont également les créneaux les moins susceptibles de pâtir de la concurrence du commerce en ligne ;
- Les sites secondaires continueront de lutter pour maintenir leurs taux d'occupation dans des conditions de marché difficiles, notamment dans les pays touchés par la crise et au Royaume-Uni ;
- Le développement de centres commerciaux en Europe du Sud semble excessif, compte tenu de la demande et des perspectives économiques de la région. L'offre future pourrait diminuer face aux retards de projets en cours. Les loyers nominaux ne devrait croître dans cette région que de seulement 1 à 1,5% par an jusqu'en 2013 au moins.

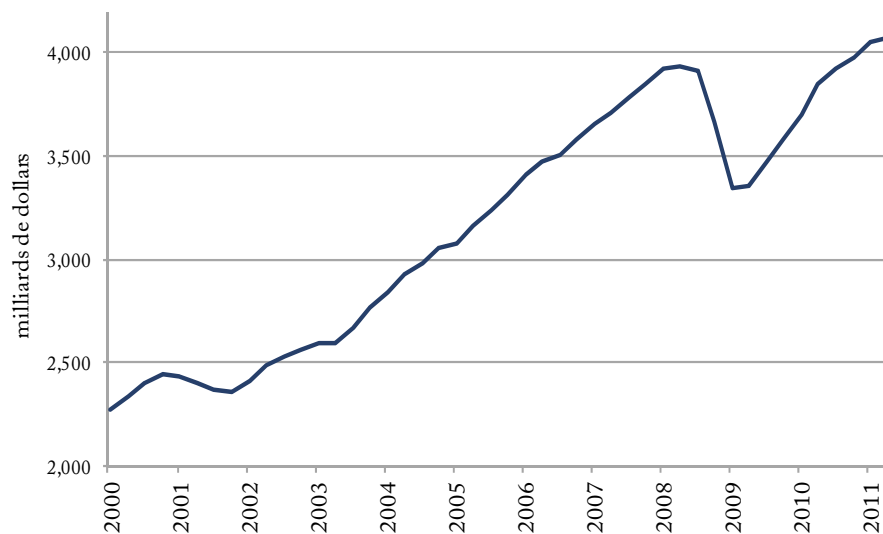
## MARCHÉ DE LA LOGISTIQUE

### APRES UNE PERFORMANCE POSITIVE AU PREMIER SEMESTRE, LES PERSPECTIVES SONT INCERTAINES

L'amélioration économique en Europe au début de l'année n'a pas duré pendant l'été. L'OMC a revu ses prévisions de croissance mondiale du commerce pour 2011 à la fin du troisième trimestre, passant de 6,5% de prévision plus tôt dans l'année à 5,8%. Cela reflète le ralentissement de la croissance mondiale du commerce, comme illustré sur le graphique 19. et les perspectives économiques négatives pour certaines parties de l'économie mondiale. Tout ceci, malgré les effets du tremblement de terre et du tsunami au Japon qui se dissipent plus rapidement que prévu.

Les volumes d'exportation des économies développées se sont récemment stabilisés. Toutefois, en Europe, le mouvement à la baisse des volumes d'exportation français et allemands est apparu évident. La croissance des exportations allemandes a baissé de 36% en glissement annuel au mois de mai, contre 20% en juin, puis a baissé à nouveau de 16% en juillet. Au cours de ces mêmes mois, la croissance des volumes d'exportation en France a chuté de 44%, 14% et 9% en glissement annuel. Pour l'heure, il semble que le ralentissement du commerce affecte grandement les économies développées en Europe.

**Graphique 19. valueEvolution des échanges commerciaux mondiaux en valeur**



Source : Datastream

### MARCHES DES UTILISATEURS

La demande des utilisateurs en Europe tend progressivement à devenir un phénomène à deux vitesses. Les pays Nordiques et les PECO enregistrent des perspectives plus solides, affichant une plus grande confiance des consommateurs dans la région nordique, des ventes de commerces plus saines en Pologne et dans les pays nordiques, une offre future de centres commerciaux solide en Pologne et en Russie et des niveaux élevés de croissance de la production industrielle au cours du trimestre. Le Royaume-Uni et la France affichent des perspectives plus affaiblies ; il leur manque de telles forces et ils subissent une faible croissance de la production industrielle. Le Royaume-Uni et la France souffrent également davantage des effets directs et indirects des mesures d'austérité.

Ces marchés plus solides ont contribué à consolider les chiffres de la demande placée en logistique pour l'Europe dans son ensemble, avec une demande placée atteignant 8,2

millions de m<sup>2</sup> à la fin du premier semestre, soit une hausse de 22% en glissement annuel. Ce niveau a été atteint malgré le fait que la France et le Royaume-Uni enregistrent une demande placée inférieure à leurs moyennes au cours des cinq dernières années. En Europe de l'Ouest, la demande placée était principalement constituée des prises à bail par des chargeurs de la grande distribution. Les trois pays ayant enregistré les plus hauts niveaux de demande placée au premier semestre étaient l'Allemagne, la Pologne et la Russie.

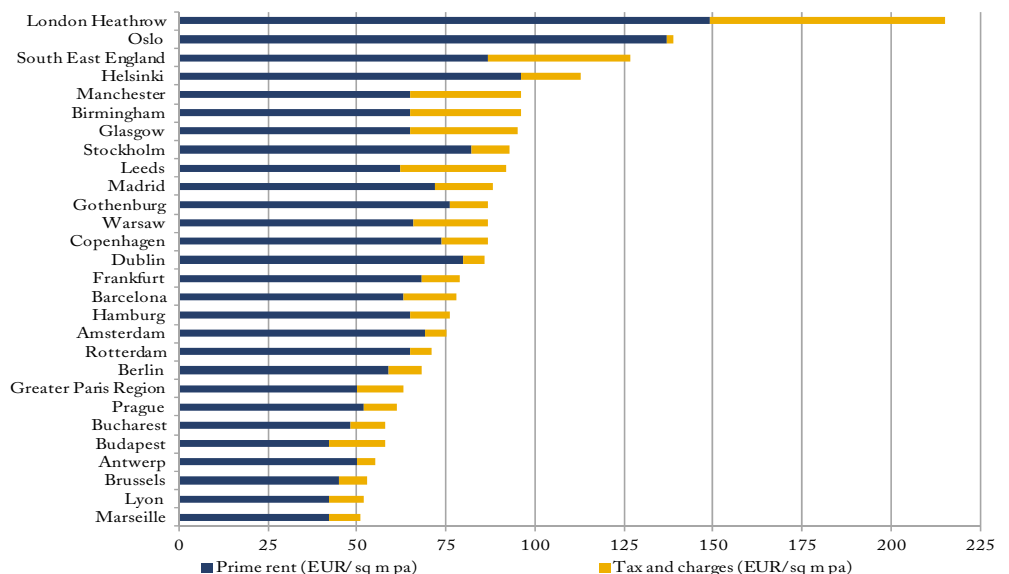
Malgré ces aspects positifs, les perspectives pour le deuxième semestre semblent moins optimistes, affectées par les perspectives économiques négatives et un certain nombre de gros utilisateurs qui retardent leur mouvement et leur expansion au cours de cette période

Les utilisateurs continuent d'être exigeants sur les niveaux techniques des entrepôts et recherchent des locaux modernes et de haute qualité dans des nœuds de transport. Compte tenu du nombre limité d'actifs répondant à ces critères, l'activité de développement clé-en-main s'est poursuivie (même si les développements en blanc restent rares). En conséquence, les taux de vacance sont restés principalement les mêmes à travers l'Europe au S1, variant entre 6 et 20% selon le marché. Le seul changement survenu au niveau des taux de vacance concernait les entrepôts modernes, qui ont baissé et continuent de baisser. Cette situation découle, entre autres, du fait que le financement de projets reste serré, affectant la capacité des développeurs à lancer de nouveaux projets.

Les loyers prime se sont surtout stabilisés en Europe, bien qu'une légère augmentation soit prévue sur les marchés core en 2012. Ceci est dû au fait que les entrepôts modernes et de haute qualité se font de plus en plus rares.

Les coûts de main-d'œuvre au Royaume-Uni sont relativement faibles par rapport à d'autres pays d'Europe. Malgré cela, comme illustré au graphique 20, le Royaume-Uni enregistre les coûts d'occupation les plus élevés d'Europe. Cela est dû à une combinaison de loyers élevés (notamment dans la région du Grand Londres), et aux taxes foncières plus élevées que la moyenne payées par le locataire. Les coûts d'occupation dans les villes Nordiques d'Oslo, Helsinki et Stockholm sont également supérieurs à la moyenne européenne et les coûts de rénovation de sites sont tout aussi élevés dans ces villes à cause du climat froid. Ces facteurs, associés à une offre limitée, font que les loyers de ces centres comptent parmi les plus élevés d'Europe. À l'inverse, les coûts des terrains relativement faibles en France et en Belgique, entraînent des coûts plus faibles pour les occupants en Europe.

Graphique 20. Enquête DTZ sur les coûts d'occupation en logistique en Europe



Source: DTZ Research

Les mesures économiques continuent de jouer un rôle significatif dans les négociations de baux, induisant un loyer économique substantiellement plus bas que le loyer de signature. Aucune augmentation notable des valeurs locatives n'est prévue au cours du prochain trimestre, étant donné les perspectives économiques négatives et le fait que la demande des locataires est susceptible de baisser. Le seul facteur d'augmentation des loyers à court terme pourrait être le manque, encore plus sensible, d'entrepôts disponibles.

### INVESTISSEMENT

Les taux de rendement en logistique étaient globalement stables au cours du trimestre, à 7,53% en moyenne. L'appétit des investisseurs est restée inchangée au T2, bien qu'elle ait augmenté en glissement annuel. Les vendeurs sont en grande partie motivés par des mesures d'optimisation de portefeuille, avec une attention particulière portée sur les taux d'occupation. Les acheteurs sont motivés par les taux de rendement relativement haut du secteur, une stabilité des rendements locatifs et partent du principe que les loyers ont atteint un point bas et peuvent remonter.

Au cours des derniers trimestres, le paysage de l'investissement en logistique a changé. Pour être compétitif dans l'environnement européen actuel, il est nécessaire de posséder un portefeuille de taille et de portée importantes pour concurrencer les investisseurs spécialisés tels que Prologis/ AMB. Ceci est dû au fait que de nombreux locataires opèrent dans toute l'Europe et qu'il peut être plus facile pour les propriétaires, par exemple, de résilier un bail avec un utilisateur en sachant pouvoir le retrouver sur un autre actif dans une autre localisation. L'un des autres avantages lié aux grands portefeuilles est que le taux de vacance se dilue davantage avec plus de locataires.

Les volumes de transaction sont restés globalement stables, avec 4,6 milliards EUR investis au premier semestre 2011. Ce chiffre est très légèrement en hausse par rapport à la même période l'année dernière.

### NOTRE OPINION

- 2011 est susceptible de n'enregistrer qu'une croissance nominale modeste des loyers d'environ 2% en moyenne à travers l'Europe. Les prévisions sont similaires pour 2012, si l'on tient compte des perspectives ;
- Dans les sites en pénurie d'offre moderne et de haute qualité, les mesures économiques se réduiront par rapport à leurs niveaux actuels élevés, avant de voir apparaître des augmentations effectives de loyers ;
- Les stratégies d'investissement en logistique privilégiées sont :
  - Core : entrepôts modernes avec baux de longue durée ou développements précommercialisés et une bonne qualité de signature dans des centres déjà établis. Les rendements découleront des flux de trésorerie stables et de la préservation du capital ;
  - Valeur ajoutée : actifs dans les pays émergents en Europe où la concurrence est moins présente afin d'engranger des parts de marchés ;
  - Opportuniste : former des joint-ventures avec des propriétaires d'actifs décotés ou de projets en manque de liquidité.

## MARCHÉ RÉSIDENTIEL

### PERSPECTIVES DES MARCHÉS RÉSIDENTIELS EN FRANCE, AU ROYAUME-UNI ET EN ALLEMAGNE : CONTRAIREMENT AUX ATTENTES, LE MARCHÉ LE PLUS DYNAMIQUE EN 2012 SERA L'ALLEMAGNE

La section résidentielle de notre dernier rapport trimestriel portait sur les modalités de crédit dans la zone euro et sur les implications pour les marchés résidentiels. Cette édition analyse en profondeur les trois principaux marchés résidentiels en Europe et examine comment ces trois marchés sont susceptibles de se comporter au cours des prochaines années.

Compte tenu du ralentissement économique mondial, les incertitudes auxquelles l'Europe est confrontée suite à la crise de la zone euro et de la récente extrême volatilité des marchés financiers, de nombreux investisseurs non institutionnels continuent d'investir de manière significative en immobilier résidentiel.

#### FRANCE : LA HAUSSE DES PRIX CONTINUE DE RALENTIR ET ILS VONT PROBABLEMENT BAISSER

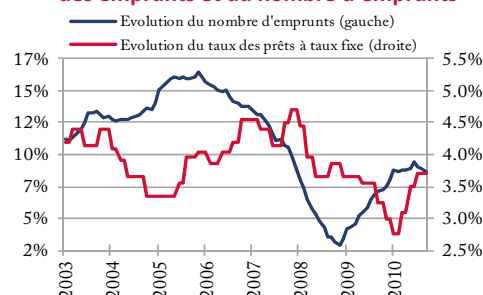
Le graphique 21. ci-dessous montre qu'entre janvier 2007 et janvier 2010, le nombre de permis de construire délivrés en France a considérablement baissé, chutant de 36% environ. Depuis le début de l'année 2010, la délivrance de permis de construire a quelque peu repris, bien qu'elle soit toujours bien inférieure au pic d'avant la crise financière mondiale (CFM). L'une des raisons de cette réduction est la baisse des ventes de logements neufs. Selon la Chambre des Notaires, entre le T2 2010 et T2 2011, les ventes de logements neufs aux particuliers ont baissé de 22,6%.

L'un des facteurs clés à l'origine de la hausse des prix de l'immobilier en France est le manque d'offre sur certains marchés. Le marché résidentiel français se compose d'une multitude de marchés sous-jacents, chacun possédant ses propres moteurs de prix spécifiques. La pénurie d'offre est plus clairement un facteur à l'origine de l'évolution des prix dans les villes très convoitées de Paris, Lille et Nantes.

**Graphique 21. Evolution des attributions de permis de construire**



**Graphique 22. Evolution des taux d'intérêts des emprunts et du nombre d'emprunts**



Source: Datastream

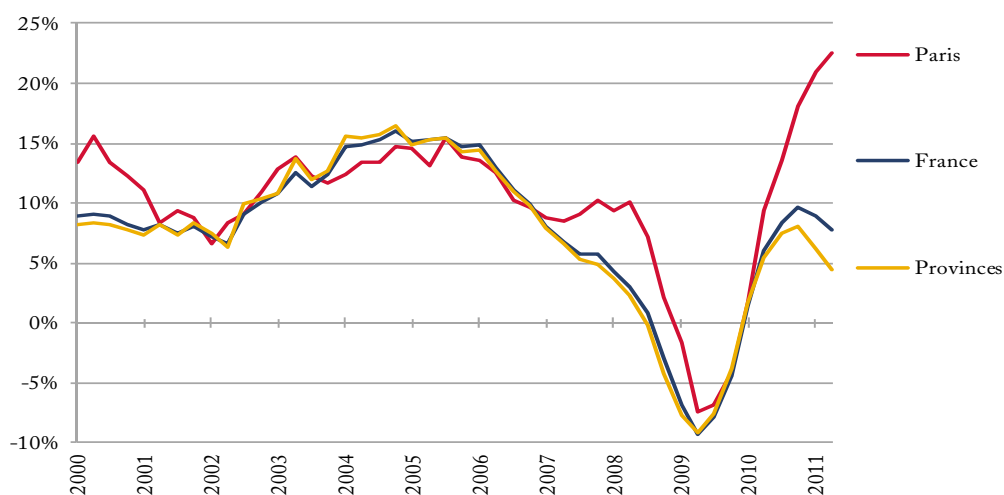
Le taux d'accession à la propriété en France est de 57%, les crédits hypothécaires étant pratiquement exclusivement accordés à taux fixe. L'accès au crédit hypothécaire est lié aux revenus des ménages plutôt qu'aux prix des propriétés. Il est intéressant de noter que le taux de défaut de remboursement des crédits hypothécaires en France compte parmi les plus faibles du monde développé.

Le graphique 22. ci-dessus montre que le taux d'intérêt des crédits hypothécaires à taux fixe a augmenté de 95 bps entre janvier et août de cette année. Ceci est symptomatique des

augmentations du taux de la BCE cette année et des facteurs de stress du marché et du secteur des financements auxquels les banques sont confrontées. Cette augmentation de taux a contribué à la baisse de la demande de crédits hypothécaires au T2, comme indiqué sur le graphique 22. ci-dessus.

Les volumes de ventes résidentielles en France ont commencé à baisser en 2011. Cette tendance négative des volumes est censée s'intensifier au T4 et en 2012. La tendance à la baisse sera renforcée par un contexte d'incertitude économique, par des réductions d'impôt moins généreuses sur l'immobilier résidentiel, un affaiblissement de la confiance des entreprises et par l'incertitude générée par la période préélectorale à venir.

**Graphique 23. Evolution du prix des logements en France**



Source : Datastream

Comme le montre le graphique 23. ci-dessus, les prix de l'immobilier en France ont augmenté de 122% entre mai 2000 et mai 2011. Les prix élevés qui frappent les villes les plus recherchées telles que Paris, ont entraîné une baisse du nombre d'acquéreurs âgés de moins de 30 ans et une augmentation de l'activité d'acquisition pour les acquéreurs âgés de plus de 60 ans. Les données ont également montré que pendant que les prix continuaient d'augmenter dans les villes les plus recherchées comme Paris à la mi-2011, les régions et provinces moins recherchées ont commencé à voir un ralentissement de la hausse des prix. Certaines régions ont même commencé à voir une baisse des prix, comme les Pyrénées Orientales, le Calvados et la Charente Maritime, et peut-être l'Île-de-France au cours des dernières années.

Malgré le début de la correction des prix dans certaines provinces, les problèmes de pénurie d'offre dans les villes les plus recherchées de France vont probablement continuer d'exercer des pressions à la hausse sur les prix. Ces dynamiques sont quelque peu équilibrées par le durcissement des modalités de crédit et le ralentissement de la demande de jeunes acquéreurs, ce qui explique le récent ralentissement de la hausse des prix.

**ROYAUME-UNI : L'ECONOMIE CONTROLE LES PRIX DE L'IMMOBILIER**

La récente activité de construction s'est modérée. Le graphique 24. ci-dessous montre qu'entre février et mai 2011, la construction de logements a commencé à baisser de 5,2%, malgré le fait que le pays ne souffre pas d'un excès de la demande, comme c'est le cas sur certains marchés comme l'Espagne. Cette situation survient après un fort ralentissement de l'activité de construction, suite à la crise financière mondiale, et un faible rebond.

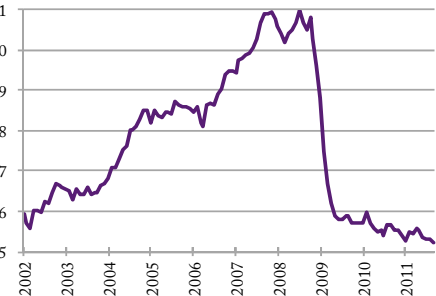
Le taux d'accession à la propriété au Royaume-Uni est supérieur à celui de la France et se rapproche des 70%. De plus, contrairement à la France où les crédits hypothécaires sont

pratiquement tous exclusivement à taux fixe, environ deux-tiers des crédits hypothécaires en cours au Royaume-Uni sont des crédits à taux variable.

**Figure 24. Evolution des mises en chantier (total/mois sur année glissante)**

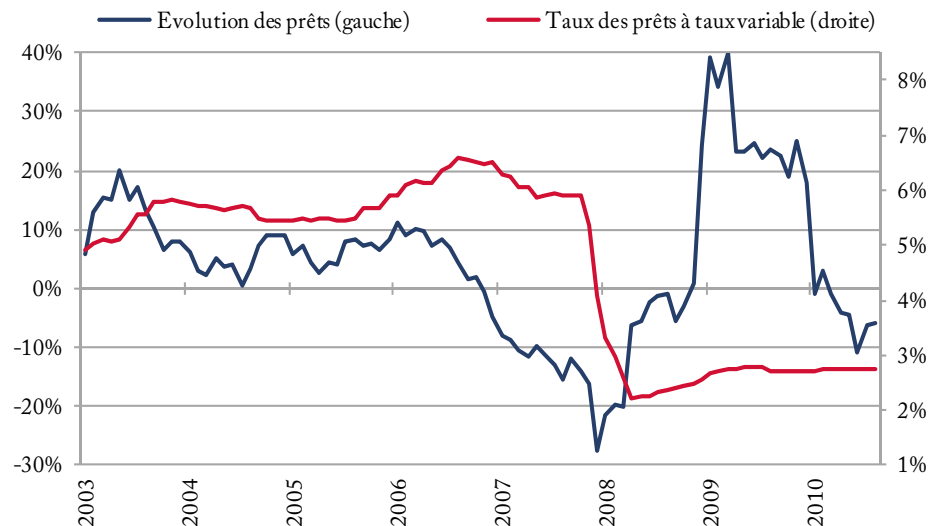


**Figure 25. Indice de capacité d'achat Barclays**



Source: Datastream

**Graphique 26. Evolution des taux d'intérêts des emprunts et des demandes d'emprunts au Royaume-Uni**



Source : Datastream

Comme le montre le graphique 26. ci-dessus, après un rebond significatif suite à la CFM, les volumes de prêts hypothécaires ont baissé au cours du trimestre, une baisse de 5,95% en août en glissement annuel. La Banque d'Angleterre a récemment déclaré que la seule augmentation de la demande de prêts hypothécaires au T2, provenait de la nouvelle croissance des crédits hypothécaires destinés à l'immobilier locatif.

Au cours de la dernière décennie, les hauts niveaux de créances hypothécaires contractées par les ménages ont été constants. À l'heure actuelle, ces niveaux de dette comptent environ pour 120% des revenus disponibles par ménage. Le graphique 25. ci-dessus montre que l'accessibilité des prix de l'immobilier s'est effondrée après les niveaux relativement élevés du S2 2008 et ne cesse de baisser depuis lors, pour atteindre son niveau de plus bas depuis 2002.

En regardant les fluctuations des prix de l'immobilier au Royaume-Uni sur le graphique 27. ci-dessus, on remarque une récente stabilisation, après une baisse de 3,83% en glissement annuel en août. Toutefois, les conjoncturistes sont divisés sur la question de savoir si les prix vont augmenter en 2012. Natixis prévoit que les prix vont se stabiliser au T4, puis augmenter de 0,8% l'année prochaine. À l'inverse, les dérivés de l'inflation des prix de l'immobilier, très attentivement surveillés, communiqués par Halifax suggèrent que les prix

baisseront d'environ 4,5% l'année prochaine. Un autre conjoncturiste, Property Market Analysis, prévoit que les prix baisseront, mais uniquement de 0,8%.

**Graphique 27. Evolution des prix du logement au Royaume-Uni**



Source : Datastream

Il semblerait, cependant, que les prix ont atteint leur niveau le plus bas et que le principal risque de baisse soit lié à une nouvelle détérioration inattendue de l'économie du Royaume-Uni. Cela expliquerait les écarts entre les performances annoncées pour 2012. Étant donné les niveaux de la dette totale des ménages, y compris les prêts hypothécaires et la baisse des volumes de nouveaux prêts hypothécaires, on suggère que 2012 affichera une baisse de la demande de logements, à moins que les perspectives économiques ne s'améliorent, à la grande surprise de tous.

### ALLEMAGNE : LE DEBUT D'UNE NOUVELLE DYNAMIQUE DES PRIX

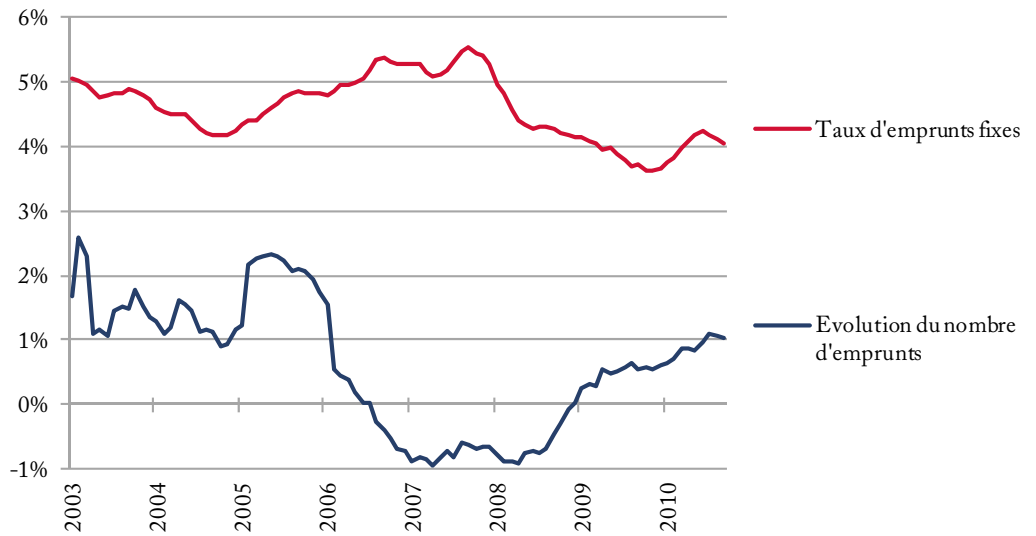
Au cours du dernier trimestre, les premiers signes d'un ralentissement des ordres de construction de logements neufs a été enregistré en Allemagne. Le graphique 28. ci-dessous illustre ce mouvement négatif. Après la CFM, les commandes ont augmenté de manière substantielle suite à la baisse des taux de chômage, à l'augmentation des revenus des ménages et aux faibles taux d'intérêt. Toutefois, malgré cette augmentation des commandes depuis 2010, la pénurie d'offre d'unités résidentielles de qualité est un problème pour plusieurs grandes villes allemandes, notamment Francfort, Munich et Hambourg.

Contrairement aux taux d'accession à la propriété relativement élevés en France et au Royaume-Uni, les taux d'accession à la propriété en Allemagne sont relativement faibles, avec un taux de 43%, soit le niveau le plus faible d'accession à la propriété dans l'Union Européenne. En Europe dans son ensemble, seule la Suisse enregistre des taux d'accession à la propriété encore plus faibles. Les propriétaires allemands ont généralement une vue à long terme de la durée de l'accession à la propriété et la démographie allemande s'oriente vers les petits ménages, ce qui encourage la location. En outre, l'absence de choix pour les acquéreurs de logements de plein pied sur le stock existant, signifie que les acquéreurs achètent souvent des logements neufs ou construisent leur propre logement.

Comme en France, les prêts hypothécaires en Allemagne sont presque exclusivement à taux fixe (80% environ). Le graphique 27. ci-dessous montre que comme les taux d'intérêt pour les prêts hypothécaires à taux fixe ont baissé au T4 2008, au T4 2009 l'augmentation du nombre d'accord de nouveaux prêts hypothécaires est passée du négatif au positif. Cette

augmentation de la demande de prêts a été confortée par la perception allemande de longue date selon laquelle l'investissement dans des unités résidentielles offre des avantages de couverture contre l'inflation. Les récentes études sur les prêts bancaires suggèrent que la demande de prêts immobiliers continuera d'augmenter au T4. Contrairement à la plupart des banques de prêts résidentiels de la zone euro au cours du dernier trimestre, les prêteurs hypothécaires allemands ont assoupli les modalités de crédit, ce qui a permis de soutenir davantage la demande de prêts hypothécaires.

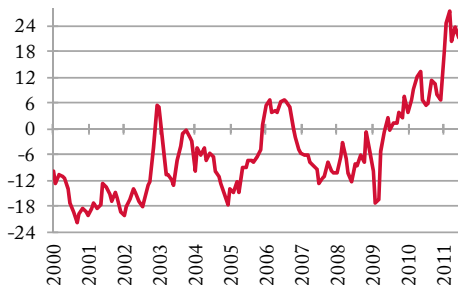
**Graphique 27. Evolution des taux d'intérêts des emprunts et des demandes d'emprunts en Allemagne**



Source : Datastream

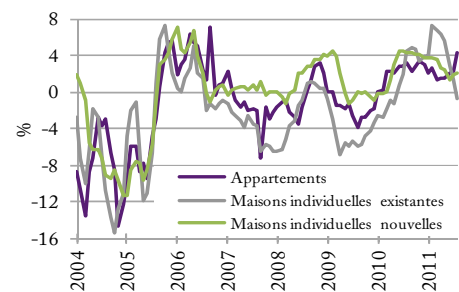
Le graphique 29. ci-dessous montre qu'au cours de l'histoire récente, les prix de l'immobilier résidentiel sont restés assez stables. Dans l'ensemble, les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté d'environ 3% cette année jusqu'à la fin du mois d'août. Cependant, la performance des différents types d'immobilier résidentiel diffère : en août, les prix des appartements ont augmenté de 4,29% en glissement mensuel, les prix des maisons neuves ont augmenté de 2,09%, mais ceux des maisons existantes ont baissé de 0,61%.

**Graphique 28. Evolution des ordres de construction en résidentiel**



Source : Datastream

**Graphique 29. Evolution de la valeur en capital des logements en année glissante**



Source : Hypoport

Non seulement les différents types de stock résidentiel se comportent différemment, mais la localisation a également eu un impact sur la performance. La demande de logements et, par conséquent, typiquement les prix de l'immobilier, augmentent dans les villes industrielles telles que Francfort, Hambourg et Munich. Les plus grandes villes étudiantes

affichent également une augmentation de la demande, alors que d'autres zones ne montrent aucun changement ou un ralentissement de la demande.

#### NOTRE OPINION

- La récente baisse du volume des ventes enregistrée à Paris, indique que les prix ont atteint un niveau auquel les nouveaux acquéreurs ne peuvent ou ne veulent plus rejoindre le marché ;
- Compte tenu des relations étroites entre la disponibilité/les modalités des crédits hypothécaires, les prix de l'immobilier et le récent durcissement des modalités de crédit sur le marché français, une correction de prix d'au moins -6% semble désormais inévitable à Paris ;
- Dans les provinces françaises, les prix devraient continuer à baisser à court terme, puis se stabiliser ;
- Les prix de l'immobilier résidentiel au Royaume-Uni ont déjà subi une correction significative. Les localisations les moins convoitées risquent fort de subir d'autres baisses des prix de l'immobilier, au moins en valeurs réelles. Pour le Royaume-Uni dans son ensemble, on s'attend à une baisse des prix de l'immobilier de 2% environ pendant l'année 2012 ;
- On s'attend à ce que les prix de l'immobilier en Allemagne continuent d'augmenter en 2012, mais étant donné l'affaiblissement des perspectives économiques du pays, cette augmentation devrait être moins rapide qu'en 2011 ;
- Il faut également noter que l'augmentation de la demande d'accession à la propriété enregistrée en Allemagne depuis la fin de l'année 2009 pourrait signifier un changement de trajectoire de la hausse des prix de l'immobilier ;
- La pénurie d'offre de stock de logements dans certaines zones métropolitaines allemandes, ainsi que des modalités de crédit toujours aussi favorables, contribueront à augmenter les prix de l'immobilier. Par conséquent, on s'attend à ce que les prix de l'immobilier en Allemagne augmentent d'environ 2% en 2012.

*AEW Europe est un des leaders européens du conseil en investissement immobilier et de la gestion d'actifs. Avec son siège parisien et ses 11 implantations en Europe, AEW Europe est spécialisée dans la gestion sous mandat, la création de fonds d'investissement spécialisés et le conseil en investissement en France et dans la zone euro. AEW Europe et ses filiales ont résolument choisi une approche de l'investissement fondée sur la recherche appliquée.*

*Avec plus de €17 milliards d'actifs sous gestion en Europe, AEW Europe et plus de 260 collaborateurs bénéficient d'une position privilégiée pour mettre en œuvre des stratégies d'investissements paneuropéennes. Son association avec AEW Capital Management aux Etats-Unis crée une plate-forme mondiale de conseil en investissement immobilier gérant plus de €30 milliards d'actifs.*



*Une filiale de Natixis Global Asset Management*

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

## Contacts Recherche et Stratégie

**AEW Europe**  
1-3 rue des Italiens  
75009 Paris, France

**AEW Europe**  
33 Jermyn Street  
London SW1Y 6DN, UK

**AEW Europe**  
Carl-Theodor-Straße 6  
40213 Düsseldorf, Germany

Mahdi Mokrane PhD  
Head of Research & Strategy  
Tel +33 (0)1 78 40 92 60  
[mahdi.mokrane@aeweurope.com](mailto:mahdi.mokrane@aeweurope.com)

Sam Martin MSc MRICS  
Director, Research & Strategy  
Tel. +44 (0)20 7016 4753  
[sam.martin@aeweurope.com](mailto:sam.martin@aeweurope.com)

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

Holger Zilleken MSc  
Research Analyst  
Tel. +33 (0)1 78 40 92 72  
[holger.zilleken@aeweurope.com](mailto:holger.zilleken@aeweurope.com)

Cecile Finet MBA  
Intern  
Tel. +33 (0)1 78 40 92 59  
[cecile.finet@aeweurope.com](mailto:cecile.finet@aeweurope.com)

Alain Ristic MSc  
Quantitative Analyst  
Tel. +33 (0)1 78 40 95 53  
[alain.ristic@aeweurope.com](mailto:alain.ristic@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.*