

## INDICATEURS FONDAMENTAUX FRANCE

Taux directeur zone Euro	Feb. 2011	Feb. 2010
Taux de refinancement	1,00 %	1,00 %

Source : Banque Centrale Européenne

Inflation	Evolution mensuelle	Evolution annuelle
Indice des prix à la consommation (Janvier 2011)	- 0,20 %	+ 1,80 %

Source : INSEE

Taux sans risque	Feb. 2011	Nov.2010	Feb. 2010
OAT 10 ans (TEC 10 moyenne mensuelle)	3,51 %	2,98 %	3,47 %

Source : Agence France Trésor

Euribor	Feb. 2011	Nov.2010	Feb. 2010
3 mois (moyenne mensuelle)	1,09 %	1,04 %	0,66 %

Source : Banque de France

Rendements immobiliers	1 <sup>er</sup> Janvier 2011	1 <sup>er</sup> Octobre 2010	1 <sup>er</sup> Janvier 2010
Prime bureaux Paris QCA	4,75 %	4,85 %	5,50 %

Source : CB Richard Ellis

## MARCHÉ ACTIONS

	01/03 2011	J - 1 mois	J - 6 mois	J - 1 an
Euro Stoxx 50	2 983	3 007	2 715	2 773
CAC 40	4 067	4 073	3 624	3 770
Indice Euronext / IEIF REIT Europe	1 309	1 248	1 165	1 120
Indice Euronext / IEIF SIIC France	2 102	2 042	1 890	1 889

Source : IEIF

## MARCHES MONÉTAIRE ET OBLIGATAIRE

Swap de taux d'intérêt en Euro / Euribor 6 mois	01/03 2011	J - 1 mois	J - 6 mois	J - 1 an
2 ans	2,11 %	2,06 %	1,30 %	1,43 %
5 ans	2,82 %	2,87 %	1,91 %	2,42 %
10 ans	3,41 %	3,50 %	2,63 %	3,37 %

Source : Bloomberg

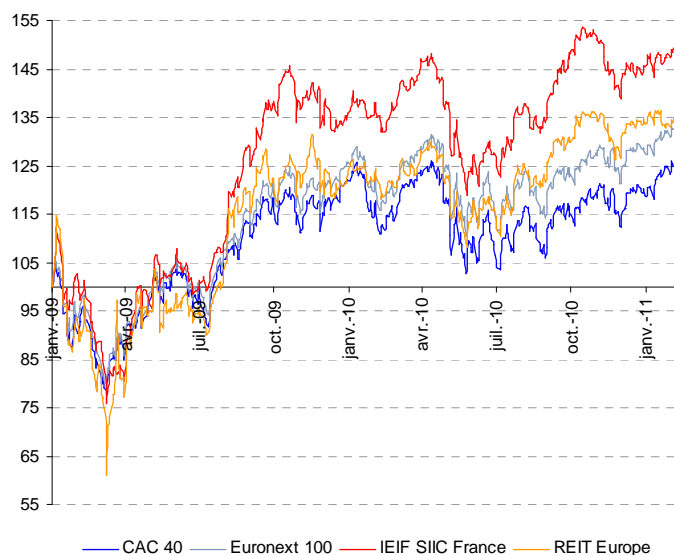
Swap spread (Euribor / OAT)	01/03 2011	J - 1 mois	J - 6 mois	J - 1 an
à 10 ans	- 10 pb	- 5 pb	- 9 pb	- 2 pb

Pfandbrief	01/03 2011	J - 1 mois	J - 6 mois	J - 1 an
PEX index				
à 3 ans	2,47 %	2,41 %	1,41 %	1,88 %
à 10 ans	3,69 %	3,71 %	2,58 %	3,59 %
Mortgage Pfandbrief Curve				
à 3 ans	2,54 %	2,46 %	1,49 %	1,96 %
à 10 ans	3,74 %	3,78 %	2,66 %	3,64 %

Source : Verband Deutscher Pfandbriefbanken

## Evolution comparée indices immobiliers / marchés actions (base 100 en janvier 2009)

Source : Euronext



## POINT ACTUALITES

## Environnement économique et financier

Selon le FMI, l'économie mondiale progresserait de + 4,4 % en 2011, après + 5 % en 2010. Cette légère décélération s'explique notamment par le ralentissement du Japon et des dragons asiatiques, mais aussi plus globalement par l'arrêt des mesures de relance et par les politiques massives de réduction des déficits publics. En Europe, la rigueur budgétaire limitera la consommation des ménages et l'activité des entreprises, et par conséquent l'ampleur de la reprise. Tout comme en 2010, la croissance économique restera trop faible pour effacer les conséquences de la crise sur l'activité des entreprises et l'emploi. Les défaillances d'entreprises dans le monde devraient continuer de diminuer, mais resteront très élevées. Par ailleurs, le taux de chômage des économies avancées s'établirait à 8,2 % fin 2011, soit un niveau quasi identique à 2010 et surtout toujours supérieur à celui de 2009. En France, certes plus de 100 000 emplois ont été créés en 2010, mais essentiellement sur des contrats d'intérim et ces créations ont été insuffisantes pour faire baisser le taux de chômage, encore stable.

Dans ce contexte, les marchés actions ont confirmé leur rebond amorcé depuis l'été 2010. Ils se sont certes appréciés moins vite au 4<sup>ème</sup> trimestre 2010 qu'au trimestre précédent, mais ont été moins volatils. Les valeurs immobilières ont été plus à la peine en fin d'année. L'indice IEIF SIIC France a baissé de - 2 %, tandis que le CAC 40 progressait de + 5 %. Il le surperforme néanmoins largement sur l'ensemble de l'année 2010 (+ 7 % contre - 3,3 %). Globalement l'horizon s'éclaircit pour les investisseurs actions, même si les risques sont toujours bien présents (dette souveraine, serrage monétaire dans les pays émergents, etc.). Début 2011, les cours restent attractifs, alors que le climat des affaires dans le monde et la santé financière des grandes entreprises s'améliorent. Selon Reuters, le CAC 40 pourrait progresser de + 10 % en 2011.

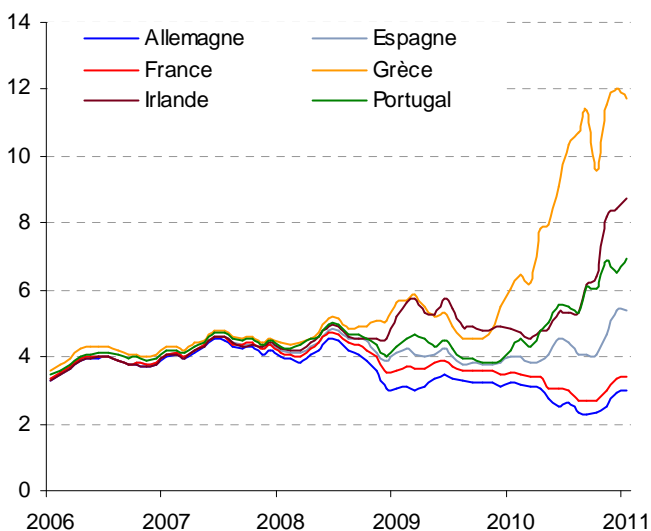
Des tensions inflationnistes sont récemment apparues dans le monde. Pour l'heure la hausse des prix est essentiellement importée et attribuable aux matières premières et à l'énergie. Après + 6,8 % en 2010, l'inflation restera élevée dans les pays émergents avec + 6 % prévus en 2011 (source : FMI). L'augmentation du coût de la vie a poussé l'Inde, le Vietnam et l'Australie (de manière plus préventive) à remonter leur principal taux directeur. L'inflation reste beaucoup plus mesurée dans les économies les plus industrialisées, bien que plus forte qu'anticipée ces derniers mois. Dans ces pays les évolutions salariales sont faibles du fait de la situation du marché du travail. Par ailleurs, les capacités de production sont encore sous-exploitées et la production industrielle n'a pas redémarré. Ainsi, selon le FMI, l'indice des prix dans les économies avancées n'augmenterait que de + 1,6 % cette année, soit un niveau équivalent à celui de l'an dernier. Mais cette estimation pourrait être révisée à la hausse. D'après la BCE, l'inflation en zone Euro pourrait se maintenir au dessus de + 2 % pendant une bonne partie de l'année 2011.

Les banques centrales des grandes puissances économiques auront en tête de ne pas pénaliser l'activité mais resteront avant tout vigilantes à l'évolution de l'inflation. Des hausses de taux directeurs sont donc probables si la hausse des prix se poursuit et/ou s'accroît et pourraient même intervenir dès avril d'après la BCE. Quelle que soit l'orientation des politiques monétaires, les taux longs devraient de toutes façons légèrement progresser. Selon le consensus du centre de prévision de l'expansion, le taux OAT 10 ans pourrait s'établir à 3,6 % fin 2011, contre 3 % fin 2010. Les incertitudes persistent en effet sur le front de la dette souveraine. Le Moniteur des finances publiques publié par le FMI en janvier indique que « les risques souverains restent élevés et, dans certains cas, ils ont augmenté depuis novembre ». Le rapport précise notamment que les Etats-Unis et le Japon ont ralenti le rythme d'assainissement de leurs finances.

## Evolution des taux des obligations publiques

## à 10 ans (%)

Sources : Banque de France, Banque Centrale Européenne



## Evolution prévisionnelle des taux des obligations

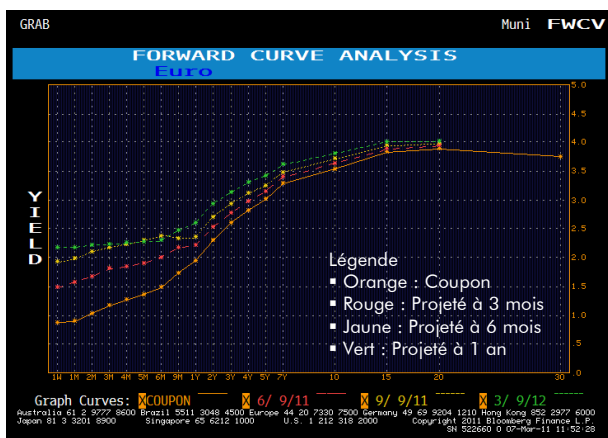
## publiques à 10 ans (%)

Source : Oxford Economics

	2010	2011 (p)	2012 (p)	2013 (p)	2014 (p)
Allemagne	2,77	2,99	3,32	4,13	4,61
Espagne	4,25	5,28	5,09	5,21	5,33
Etats-Unis	3,21	3,79	4,64	4,97	5,00
France	3,12	3,39	3,72	4,53	5,01
Grèce	9,24	10,86	8,25	7,43	7,14
Irlande	5,82	7,95	7,44	7,13	6,97
Italie	4,04	4,56	4,89	4,98	5,24
Portugal	5,39	6,60	5,93	5,77	5,67
Royaume-Uni	3,61	3,79	4,43	5,07	5,24

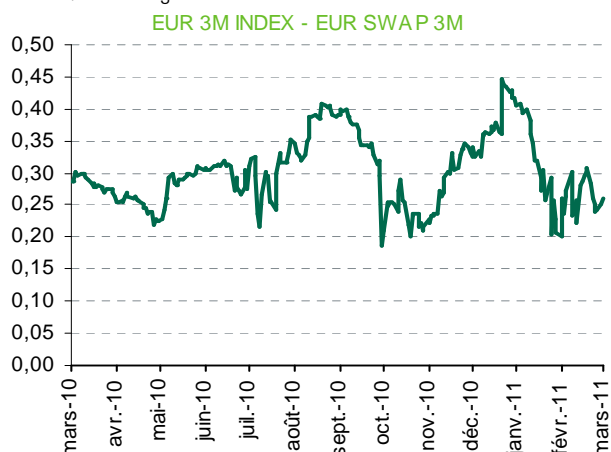
## Courbes des taux de swap Euro projetés (en %)

Source : Bloomberg



## Evolution du spread EURIBOR-OIS (bps)

Source : Bloomberg



En Europe, les marchés ont des incertitudes qui concernent principalement l'ampleur de la reprise économique, la santé des états périphériques et le fonctionnement du Fonds européen de stabilité financière. Les tensions se sont récemment accrues sur la dette irlandaise et portugaise, poussant la BCE à intervenir sur les marchés. Les agences de notation ont d'ailleurs dégradé la note de la dette de la Grèce, de l'Irlande, du Portugal, de l'Espagne et de l'Italie. L'écartement des « *spreads* » sur les dettes souveraines entre les Etats Européens montre que le coût des financements d'origine bancaire ou obligataire est indirectement conditionné par les facteurs qui sous-tendent ce « *spread* ». La perception du risque souverain s'est globalement dégradée, bien que la perspective sur « *rating* » de la dette du Royaume-Uni, de l'Allemagne et de la France soit stable. Après une hausse de 10 points de base en novembre 2010, le « *spread* » de taux entre la France et l'Allemagne s'est réduit depuis.

La BCE a resserré ses règles accommodantes de refinancement du système interbancaire depuis le début de l'année. Bien que la liquidité soit stabilisée sur le marché interbancaire, l'absence de soutien explicite pourrait peser sur le système bancaire, toujours fragile et en convalescence. La conjonction du risque souverain et du risque de tensions sur le marché interbancaire pourrait amener un regain de volatilité sur l'Euribor. Dans un environnement où les opérateurs de marché anticipent une remontée des taux d'intérêts, l'impact d'une crise qui trouverait son origine dans la situation internationale pourrait avoir des conséquences graves qu'il sera plus complexe à réguler pour la BCE. En tout état de cause, les hésitations concernant l'Europe ne devraient pas trop affecter le cours de la monnaie unique. Selon le consensus des économistes, l'euro s'échangerait à 1,3 dollar fin 2011.

### Perspectives du marché du financement immobilier

L'activité soutenue qu'a connue le marché de l'investissement immobilier dans le « *prime* » et le « *core* » a bénéficié d'un contexte de taux particulièrement bas rendant la prime de risque très attractive. Une augmentation des taux d'intérêt long terme pourrait modifier ces conditions favorables et freiner la rapide compression des taux de rendement immobilier « *prime* » observée ces derniers mois, mais aussi, de façon secondaire, ralentir l'émergence attendue des autres compartiments du marché de l'investissement immobilier.

De plus, la détente précédemment observée sur le marché de la dette hypothécaire pour le financement des actifs de qualité (notamment pour le financement de Cap 3000 ou de CB21) pourrait être freinée, différents facteurs risquant de limiter l'activité des banques. En effet, nous anticipons que des volumes importants de prêts en Europe vont faire l'objet de provisions afin de mettre les niveaux de dette en ligne avec des valeurs immobilières revues à la baisse dans la perspective de refinancement. Jusqu'à présent, les régulateurs ont laissé aux banques une importante latitude dans la possibilité d'en repousser l'échéance afin d'éviter d'acter des pertes trop importantes. Cette flexibilité va progressivement s'estomper au fur et à mesure que le marché retrouve son souffle et que les décotes sur les prêts vont s'amoinrir.

## Spreads de CDS 5 ans des principales banques européennes (bps)

Source : Bloomberg



## Spreads de CDS 5 ans des principales foncières européennes (bps)

Source : Bloomberg



Dans le même temps, les règles nouvelles instaurées par Bâle 3, même si leur transposition dans le système français reste à clarifier, ne laissent pas présager un assouplissement des conditions de financement. La prise en compte dynamique du risque de crédit (notamment dans un cycle de crise économique) et de la volatilité du risque de liquidité (stress test) pourraient les durcir notablement pour les transactions les plus risquées et consommatrices de capital. A l'horizon 2016-2019, les banques devront accroître leur capitaux pour se mettre en conformité avec les nouveaux ratios prudentiels de fonds propres imposés par le cadre réglementaire. Celles qui vont s'engager dans la réduction de leur taille de bilan vont devoir arbitrer dans le temps les conditions de levé de capital et les cessions de portefeuille de créances. Ces dernières restent pour le moment en nombre mesuré à l'échelle européenne, avec en 2010 la vente du dernier portefeuille Crédit Suisse et du 1<sup>er</sup> portefeuille RBS (Espagne, Allemagne), le portefeuille Lloyds étant toujours en cours de cession depuis sa mise sur le marché en août 2010. On observe également que des cessions de créances entre banques au dernier trimestre 2010 ont permis à certaines de commencer cet arbitrage.

Enfin, si les résultats des banques françaises annoncés pour 2010 ont été dans leur ensemble très bon (les 5 grands réseaux généralistes ont doublé leurs profits l'année dernière à 21 milliards d'euros), il n'en a pas été de même partout à l'échelle européenne. A cet égard, notons que les groupes bancaires français ont remboursée l'avance faite par l'Etat aux banques, à l'exception de Natixis qui a programmé de le faire en 2011 en conservant la garantie accordée par le groupe BPCE. Par ailleurs, les établissements allemands, qui ont en 2010 animé la concurrence sur le marché de la dette hypothécaire, se trouvent confrontées à un renchérissement des « Pfandbrief » et donc de leurs coûts de financement, atténuant de cette façon leur position concurrentielle, en comparaison notamment de leurs homologues français. En résumé, les banques risquent de ne pas augmenter voire de réduire leurs capacités de financement pour l'immobilier d'entreprise, y compris pour le « prime ». De plus, elles resteront prudentes sur leurs marges eu égard à l'augmentation du coût de la liquidité. Pour le spéculatif, la dette a été très peu disponible en 2010 (une seule VEFA en blanc financée) et la situation risque de perdurer.

En revanche, le marché obligataire « corporate » européen reste très actif et son accès s'en trouve facilité pour les foncières cotées les mieux notées, qui y voient une source de diversification de leurs ressources. Ainsi, ces derniers mois, Silic a émis pour 175 millions d'euros d'Ornanes (obligations remboursables en numéraires ou en actions, nouvelles ou à émettre) et Gécina a réalisé pour 500 millions d'euros d'émission obligataire d'une maturité de 5 ans, l'opération ayant été sursouscrite plus de 6 fois auprès d'investisseurs français, britanniques, allemands et suisses. De fait, comme l'atteste le niveau des « spreads » de CDS des foncières, orientés à la baisse depuis plusieurs mois, les conditions de financement en direct deviennent pour elles particulièrement attractives, renforçant leur intérêt pour le marché obligataire comme alternative au circuit bancaire.

Enfin, sur le marché du financement d'origine non-bancaire, la situation en Europe diverge fortement de celle des Etats-Unis où le financement désintermédié a connu son apogée en 2010, avec près de 18 % des encours de financement fournis par des compagnies d'assurance vie, spécialement sur les actifs de meilleure qualité. De plus, près de 16 plateformes de financement CMBS ont été progressivement activées, à la faveur de la réduction des marges, et ont occupé l'espace laissé par les prêteurs-assurances avec des financements de nouvelle génération (CMBS 2.0) et selon des conditions d'« underwriting » plus contraignantes. A l'inverse, en Europe, le redémarrage de la titrisation est plus lent même si certaines banques ont annoncé leur intension d'accumuler des portefeuilles de créances afin de commencer à distribuer les tranches senior au marché obligataire au cours de l'année 2011. Ainsi, Deutsche Bank préparerait l'émission pour environ 300 millions de livres d'obligations sécurisées adossées au crédit hypothécaire souscrit par Blackstone pour acquérir en début d'année le Chiswick Park à Londres.

## CONTACTS

### DEBT ADVISORY

**Philippe DELOFFRE**

Directeur

**Tél.** : 33 (0) 1 53 64 36 43**Fax** : 33 (0) 1 53 64 33 01

philippe.deloffre@cbre.com

**Oscar CIUDAD APOLINAR**

Associate

**Tél.** : 33 (0) 1 53 64 34 11**Fax** : 33 (0) 1 53 64 33 01

oscar.ciudad@cbre.com

### ETUDES ET RECHERCHE

**Aurélie LEMOINE**

Directrice

**Tél.** : 33 (0) 1 53 64 36 35**Fax** : 33 (0) 1 53 64 40 00

aurelie.lemoine@cbre.fr

**Christelle BASTARD**

Chargée d'études Senior

**Tél.** : 33 (0) 1 53 64 37 30**Fax** : 33 (0) 1 53 64 40 00

christelle.bastard@cbre.fr

**Edouard de LABOULAYE**

Chargé d'études Senior

**Tél.** : 33 (0) 1 53 64 33 45**Fax** : 33 (0) 1 53 64 40 00

edouard.delaboulaye@cbre.fr

Bien que puisées aux meilleures sources, les informations que nous publions ne sauraient en aucun cas engager la responsabilité de CB Richard Ellis ou du groupe CB Richard Ellis. La reproduction de tout ou partie du présent document est autorisée sous l'expresse réserve d'en mentionner la source.

CB Richard Ellis Ressources - Groupement d'intérêt Economique

Siège social : 145-151, rue de Courcelles 75017 PARIS - Siren : 412 352 817 - RCS Paris

© 2011 CB Richard Ellis