



PARIS VISION

L'immobilier d'entreprise en Ile-de-France - Bilan & Perspectives
Commercial Real Estate in the Paris Region - Results & Outlook
Hiver/Winter 2011-2012

Knight Frank

SOMMAIRE.....p 3

- ♦ L'éditorial de Philippe Perello
- ♦ L'opinion de Daniel Cohen
- ♦ Le marché locatif
- ♦ Le marché de l'investissement
- ♦ Le marché des commerces

SUMMARY.....p 49

- ♦ Editorial, by Philippe Perello
- ♦ Opinion, by Daniel Cohen
- ♦ The Letting Market
- ♦ The Investment Market
- ♦ The Retail Market



Texte : Cyril Robert / Département Etudes & Recherche
Réalisation : Département Marketing & Communication

© Knight Frank SNC 2011

Knight Frank Research propose des services d'analyse de marché et de conseil stratégique en immobilier pour de nombreux clients internationaux, qu'ils soient privés, institutionnels ou utilisateurs.

Les études de Knight Frank Research sont disponibles sur le site KnightFrank.fr

Les données utilisées pour la production de cette étude proviennent de sources reconnues pour leur fiabilité, telles que l'INSEE, l'ORIE, le GIE Immostat, ainsi que des outils Knight Frank de suivi des marchés immobiliers.

Malgré la grande attention prêtée à la préparation de cette publication, Knight Frank Paris ne peut en aucun cas être tenu pour responsable d'éventuelles erreurs. En outre, en tant qu'étude de marché générale, ce document ne saurait refléter l'avis de Knight Frank sur des projets ou des immeubles spécifiques.

La reproduction de tout ou partie de la présente publication est tolérée, sous réserve expresse d'en indiquer la source.

© Knight Frank SNC 2011

Knight Frank Commercial Research provides strategic advice, consultancy services and forecasting to a wide range of clients worldwide including developers, investors, funding organisations, corporate institutions and the public sector. All our clients recognise the need for expert independent advice customised to their specific needs.

Knight Frank Research Reports are also available at KnightFrank.fr

This report is published for general information only. Although high standards have been used in the preparation of the information, analysis, views and projections presented in this report, no legal responsibility can be accepted by Knight Frank Commercial Research or Knight Frank SNC for any loss or damage resultant from the contents of this document. As a general report, this material does not necessarily represent the view of Knight Frank SNC in relation to particular properties or projects. Reproduction of this report in whole or in part is allowed with proper reference to Knight Frank Commercial Research.

Knight Frank SNC is the french branch of Knight Frank LLP. Knight Frank LLP is a limited liability partnership registered in England.

Sources used in this report: Immostat, ORIE, INSEE.

DES FEUX MAL ÉTEINTS



Chers amis,

Voici donc l'heure de nous retrouver autour de Paris Vision. Par la richesse des contributions de tous horizons qu'elle mobilise, par l'ampleur et la diversité des données et des thématiques qu'elle embrasse, Paris Vision est l'occasion d'échanger, de prendre un peu de recul sur le présent et d'envisager l'avenir.

Et une fois de plus, cette parution tombe à point nommé, après un automne très mouvementé qui a vu la zone euro s'enfoncer dans la crise.

Notre clin d'œil cinématographique, que vous découvrirez tout au long de cette édition, dit bien qu'il est difficile de prédire la fin de ce scénario à suspens. Le clap de fin n'est pas pour demain. Il n'est qu'à voir l'euphorie des bourses mondiales au lendemain du sommet européen de Bruxelles des 26 et 27 octobre 2011 pour s'en convaincre, euphorie rapidement suivie d'une déprime des marchés à l'annonce surprise du référendum appelant le peuple grec à valider ce plan.

Les feux ne sont jamais complètement éteints. Il est à parier que nous ne sommes pas parvenus à l'épilogue et que d'autres épisodes sortiront prochainement sur les écrans. Il est d'autant plus intéressant et difficile d'essayer d'en deviner le scénario. L'exercice est toujours périlleux, mais ceux qui s'expriment dans nos colonnes s'y sont livrés bien volontiers, dans un contexte économique inédit et extraordinairement complexe, qui ne manque pas d'avoir un impact sur les marchés de l'immobilier d'entreprise.

A en croire vos réactions, beaucoup d'entre vous apprécient cet exercice et nous ont demandé de réfléchir à une publication intermédiaire, permettant de faire un retour sur l'année immobilière complète. J'ai donc le grand plaisir de vous annoncer que Knight Frank fera paraître un update à Paris Vision dès le début d'année 2012, intégrant l'ensemble des données 2011 mises à jour.

Je tiens à remercier très chaleureusement les témoins contributeurs extérieurs de Paris Vision Hiver 2011-12 : Dimitri Boulte, Daniel Cohen, Christian Delaire et Joan Rouras.

Bonne lecture et à bientôt.

Philippe Perello

Associé gérant de Knight Frank France
Equity Partner Knight Frank LLP

L'ÉDITORIAL DE
PHILIPPE PERELLO

p 3

DES FEUX MAL ÉTEINTS

L'OPINION DE
DANIEL COHEN

p 4

UNE CRISE QUI NE PASSE PAS

LE MARCHÉ
LOCATIF

p 6

DERNIER TANGO A PARIS

LE MARCHÉ
DE L'INVESTISSEMENT

p 22

MAD MAX

RÉTROSPECTIVES

p 34

HISTOIRES SANS PAROLES

LE MARCHÉ
DES COMMERCES

p 36

UN AMERICAIN A PARIS

CARTE DE
L'ILE-DE-FRANCE

p 46

CONTACTS

p 93

UNE CRISE QUI NE PASSE PAS



Daniel Cohen

Professeur de sciences économiques, Ecole Normale Supérieure, Paris.

Vice-Président de l'Ecole d'Economie de Paris.

Directeur du Centre Pour la Recherche Economique et ses Applications (CEPREMAP).

Conseiller scientifique, Centre de Développement de l'OCDE.

Editorialiste associé au journal *Le Monde*.

Derniers ouvrages parus

"16 nouvelles questions d'économie contemporaine", tome 2, Albin Michel, 2010.

"La Prospérité du vice", Albin Michel, 2009.

"27 questions d'économie contemporaine", tome 1, Albin Michel, 2008.

"Trois leçons sur la société post-industrielle", Seuil, République des Idées (traduction MIT Press et 9 autres langues), 2006.

"La mondialisation et ses ennemis", Grasset (MIT Press et 8 autres langues), 2004.

Le pire qui pouvait être redouté cet été s'est finalement produit. La crise de la dette souveraine a touché l'Italie et l'Espagne, laissant les gouvernements de la zone euro démunis. Les perspectives macroéconomiques se sont brutalement assombries : croissance nulle en France, anémique en Allemagne, à 0,1%, très en deçà des chiffres du premier trimestre, à l'image de l'ensemble de la zone euro. La crise qui a commencé en 2007 n'est donc pas terminée. Elle menace en fait de reprendre de plus belle. Les gouvernements, qui ont joué leur rôle de rempart après 2008, sont aujourd'hui rattrapés par la crise qu'ils ont voulu combattre. Qui aurait cru, il y a quelques années, que des Etats puissent être considérés comme un facteur de risque ? Hier, les emprunts d'Etat étaient axiomatiquement considérés comme la classe d'actifs sans risque. Aujourd'hui, leurs obligations brûlent les doigts des investisseurs et abiment les bilans des banques.

Non seulement la crise s'est amplifiée et la situation n'a cessé de se dégrader mais l'Europe paraît aujourd'hui totalement désarmée pour y faire face. Le cœur de l'Europe, la zone euro, est devenu le foyer de la crise, alors même que la monnaie européenne avait été conçue à l'origine comme un bouclier contre les déséquilibres monétaires internationaux. Le fait majeur est que les Etats européens dépendent plus que les autres du jugement des marchés financiers. Un pays comme le Japon, dont la dette s'élève à plus de 200% de son PIB, dispose d'une base captive de prêteurs, les épargnants japonais. En Europe, un épargnant a le choix entre plusieurs dettes publiques, toutes libellées en la même monnaie et qu'il peut acquérir d'un coup de clic, sans courir le moindre risque de change. En bref, en Europe, le moindre soupçon concernant la solvabilité d'un Etat a des effets considérables : il lui ôte, au profit des autres, le rôle d'ancre qu'il joue ordinairement.

Le dispositif institutionnel de la zone euro repose sur une division stricte entre une politique monétaire, gardienne de la stabilité des prix, et une politique budgétaire, supposée encadrée par le pacte de stabilité et de croissance. Cette séparation est devenue problématique depuis le déclenchement de la crise grecque en 2009. En intervenant trop timidement pour venir au secours des Etats en difficulté, la BCE a reporté sur les Etats la charge de l'ajustement, les laissant progressivement être contaminés à leur tour par la crise.

Plusieurs décisions doivent évidemment être saluées. Par exemple, lorsque la Banque Centrale Européenne (BCE) est intervenue massivement sur les marchés, à l'été 2007, alors que la crise des subprimes commençait. A la tête de la Réserve Fédérale, Ben Bernanke a également parfaitement manœuvré en injectant des liquidités et en abaissant les taux. Mais la paralysie politique menace aujourd'hui. Les Etats-Unis ont également été rattrapés par la crise, perdant leur AAA, ce qui les obligera, pour des raisons politiques d'abord, à s'attaquer à leur tour à la réduction de leurs déficits. L'austérité budgétaire est ainsi devenue le viatique de la plupart des gouvernements, contraints par la crise des finances publiques à ranger précipitamment leurs mesures de soutien à l'activité et à revenir au plus vite à l'abri de la crise de défiance qui les menace. C'est le piège dans lequel étaient tombés les gouvernements dans les années trente, et qui nous menace à présent.

Une différence majeure avec les années trente doit toutefois être soulignée, elle tient au rôle nouveau des pays émergents. A présent, les deux tiers voire les trois quarts de la croissance mondiale sont générés par ces nouveaux acteurs économiques. Ces nouveaux acteurs restent certes des géants aux pieds d'argile : leur développement repose trop largement sur leurs seules exportations. Si demain les Etats-Unis et la zone euro devaient freiner durablement, ces pays seraient forcément touchés. Ils jouent également un facteur ambigu sur la croissance mondiale, en maintenant le prix des matières premières à des niveaux élevés, et en tirant ceux-ci à la hausse aux moindres signes de reprise. Il reste qu'un des espoirs pour sortir de la crise mondiale qui s'annonce tiendra en partie à leur capacité à créer une croissance interne. Mais c'est évidemment aux pays riches de trouver d'abord la solution à leurs propres problèmes. Aux Etats-Unis, tout reste suspendu à un accord entre l'exécutif et le législatif, mais les marges de manœuvres existent à l'évidence pour réduire les déficits sans (trop) casser la croissance par une politique fiscale plus redistributive. Les dirigeants européens ont pris des mesures pour renforcer leurs moyens d'action, mais la réalité demeure : la plupart des pays (France et Royaume-Uni inclus) sont désormais engagés dans une politique d'austérité qui annonce une croissance faible (1% l'an prochain ?). Nous ne pouvons plus exclure un schéma à la japonaise : dix ans de stagnation, nous en avons déjà connu quatre.



Le paradoxe est que les fondamentaux de la croissance mondiale sont pourtant excellents... Nous ne sommes pas dans les années 1970. Les difficultés étaient alors réelles : nous sortions d'un cycle de croissance, les Trente Glorieuses ; il n'y avait plus de gains de productivité ; l'économie mondiale subissait un quadruplement puis un doublement du prix des matières premières. Aujourd'hui, avec les nouvelles technologies, la croissance des marchés émergents, la donne est tout autre. Le problème est donc d'abord politique : les deux leaders du monde, l'Europe et les Etats-Unis, doivent retrouver les moyens de jouer leur rôle, celui de gardien en dernier ressort de la sécurité économique et financière.

LE MARCHÉ LOCATIF

Dernier tango à Paris



Le marché en grandes lignes

- ♦ L'activité transactionnelle progresse de 21% depuis le début de l'année 2011, grâce notamment à un très bon troisième trimestre.
- ♦ Ces résultats apparaissent toutefois en partie en trompe-l'œil, en raison de la prise en compte de très grandes transactions (supérieures à 20 000 m²) initiées très en amont et qui totalisent plus de 230 000 m².
- ♦ L'offre est à près de 80% constituée de surfaces de seconde main. Le manque d'offre de qualité est devenu un facteur bloquant pour le marché de la région parisienne, expliquant la baisse de régime observée sur le segment des transactions de 5 000 à 20 000 m².
- ♦ A 6,9%, le taux de vacance est extrêmement bas et demeure orienté à la baisse.
- ♦ La rareté de l'offre de qualité pousse à la hausse du loyer haut de gamme, passé à 800€ sur le Quartier Central des Affaires et le 7^{ème} arrondissement. A l'inverse, les loyers moyens demeurent stables en raison du nombre d'immeubles de seconde main disponibles.
- ♦ Les incertitudes actuelles ne remettent pas en cause l'entrée du marché de la région parisienne dans un cycle de croissance mais le démarrage de ce cycle sera plus poussif que prévu.

TENDANCES

La consommation de bureaux

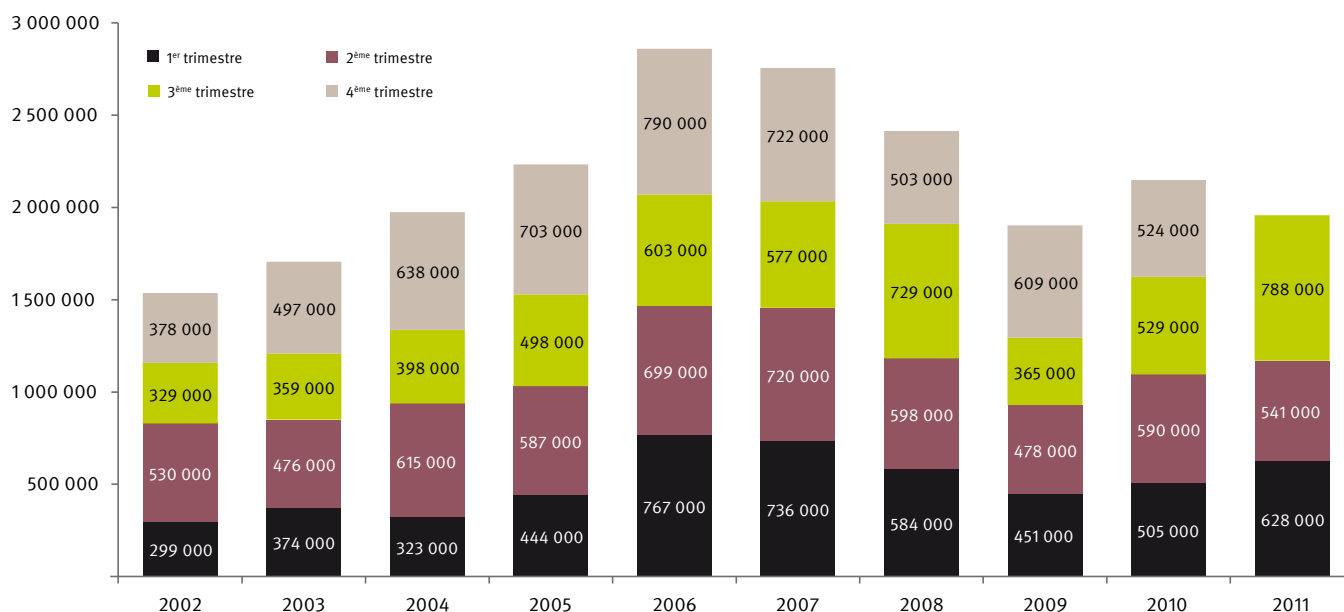
Le tango argentin est revenu à la mode depuis quelques années. Dans cette danse d'improvisation, les partenaires marchent en une direction changeante et toujours impromptue. Paris est bien loin de Buenos Aires. Et pourtant, le tango fait irrémédiablement penser aux mouvements du marché locatif parisien ces derniers mois. Il régresse. Il progresse. Le tout apparemment sans logique identifiée et prévisible.

Le troisième trimestre 2011 a été bon. Très bon même. Avec près de 790 000 m² consommés en trois mois, l'activité transactionnelle affiche une hausse de 49% par rapport à la même période de 2010. C'est le meilleur chiffre observé depuis la fin 2006. Résultat remarquable donc mais qui ne doit pas être surinterprété. Il intervient en effet après un second trimestre 2011 médiocre, qui s'était soldé par un repli de 15%.

Sur l'ensemble des neuf premiers mois de l'année, la région parisienne frôle la barre des deux millions de m² : 1 960 000 m² ont été pris à bail ou vendus à utilisateurs. Grace à l'excellent troisième trimestre ainsi qu'aux bons résultats enregistrés en tout début d'année, l'activité transactionnelle s'inscrit en progression de 21% par rapport à 2010. Une progression presque aussi impressionnante que celle que l'on observait à la même date, il y a un an : +28%. C'est dire qu'à ce rythme, la région parisienne approcherait en fin d'année ses plus hauts niveaux historiques.

Évolution de la demande placée en Ile-de-France (en m²)

Sources : Knight Frank, Immostat



Pourquoi une telle volatilité mais aussi et surtout, pourquoi des résultats aussi flatteurs ne parviennent-ils pas à être vraiment rassurants ?

La clef réside dans le segment des grandes transactions (5 000 m² et plus). Ce segment constitue traditionnellement un moteur puissant pour le marché locatif de la région parisienne. Sur plus d'une décennie, il représente 39% de la consommation de surfaces de bureaux (de janvier 2001 à septembre 2011). Il arrive toutefois à ce moteur de connaître des périodes d'intense activité puis des baisses de régime brutales, notamment au gré de la concrétisation des très grandes transactions (plus de 20 000 m²). Ces dernières sont en effet forcément peu nombreuses et leur nombre varie beaucoup d'un trimestre à l'autre. Le troisième trimestre 2011 en fournit une parfaite illustration. Au total, 22 transactions de plus de 5 000 m² ont été prises en compte pour totaliser plus de 480 000 m².

C'est donc 61% de l'activité transactionnelle qui s'est concentrée sur ce segment. Ce formidable résultat ne doit toutefois pas conduire à un optimisme excessif. Il s'explique en grande partie par la prise en compte de trois très grandes transactions, ce qu'en reprenant le langage astronomique nous pourrions appeler des géantes ou des supergéantes, c'est-à-dire des étoiles beaucoup plus volumineuses que les autres. Trois de ces géantes ont donc été enregistrées ce trimestre : le futur siège de SFR à Saint-Denis (124 000 m²), celui de Carrefour à Massy (85 900 m²) et les 23 800 m² du 5 avenue Kléber (16^{ème} arrondissement), achetés par Scor qui en utilisera une grande partie pour ses propres besoins. Ces trois transactions représentent à elles seules plus de 230 000 m², soit 30% des surfaces placées de juillet à septembre 2011. Déjà, le premier trimestre avait été marqué par l'intégration d'une autre prise à bail exceptionnelle, à savoir les 83 000 m² de Thalès Communications à Gennevilliers. Or, pour bien mesurer l'exceptionnalité de telles surfaces, il suffit de rappeler que la plus grande transaction réalisée en 2010 portait sur les 41 000 m² de l'opération Claude Bernard (19^{ème} arrondissement).

Autre phénomène, d'ailleurs illustré lui aussi par ces géantes, et qui explique le regain des grandes transactions : la période de latence avant l'officialisation d'une transaction, qui suppose la levée des dernières conditions suspensives. C'est le hasard d'une levée conjointe de ces clauses qui a conduit à la prise en compte rapprochée des prises à bail réalisées par SFR, Carrefour et Scor – prises à bail pourtant initiées et annoncées au cours de l'année 2010. Pour la même raison, une transaction plus petite mais plus ancienne encore réapparaît, en l'occurrence les 9 700 m² du bâtiment Rhin (ex Tolbiac), prélués par LCL à Villejuif et qui constituent la dernière tranche du programme Metropolitan. De ce phénomène découle le gonflement massif des résultats du troisième trimestre 2011. Ce cumul fait ressortir la part des grandes transactions à 45% de l'activité sur les neuf premiers mois de l'année 2011. Record battu ! Jamais depuis 2001 un tel niveau n'avait été atteint.

Record pourtant en partie en trompe l'œil. Le nombre total des grandes transactions est ainsi en recul de 9%, avec 51 signatures enregistrées de janvier à septembre 2011, contre 56 l'année précédente. Surtout, le segment des signatures portant sur des surfaces de 5 000 à 20 000 m² affiche pour sa part un recul clair. Avec 356 000 m² placés sur les neuf premiers mois de l'année 2011, il régresse de 27% par rapport à 2010 (avec un recul du même ordre pour le nombre de transactions). C'est donc ce segment, par définition le plus étoffé en termes d'utilisateurs concernés et de solutions potentielles au sein du parc existant ou en développement, qui est véritablement touché. Le tassement n'est masqué que par la très bonne tenue des supergéantes.

Ce tassement n'est pas alarmant mais il est réel et logique. Il trouve son origine dans deux explications. D'abord, dans le nombre important de renégociations de baux auxquelles ont procédé propriétaires et locataires de 2008 à la mi-2010, le fameux marché gris, et qui conduit aujourd'hui mécaniquement à un tarissement de la demande immédiate. Ensuite, il est clair que les incertitudes économiques et financières (dettes souveraines, perspectives de croissance, solvabilité des banques, etc.) ne sont guère propices à des décisions qui engagent sur le long terme. D'autant que la rareté des solutions immobilières susceptibles de répondre aux besoins des grands utilisateurs vient renforcer ces hésitations. Quitte à attendre, autant espérer des jours plus prévisibles pour se décider. Il n'est d'ailleurs pas anodin que ce soient les plus grandes transactions qui résistent le mieux : elles émanent de sociétés ayant engagé une réflexion de très long terme et aptes à faire émerger une réponse ad hoc plutôt que d'attendre que le marché leur en apporte une.

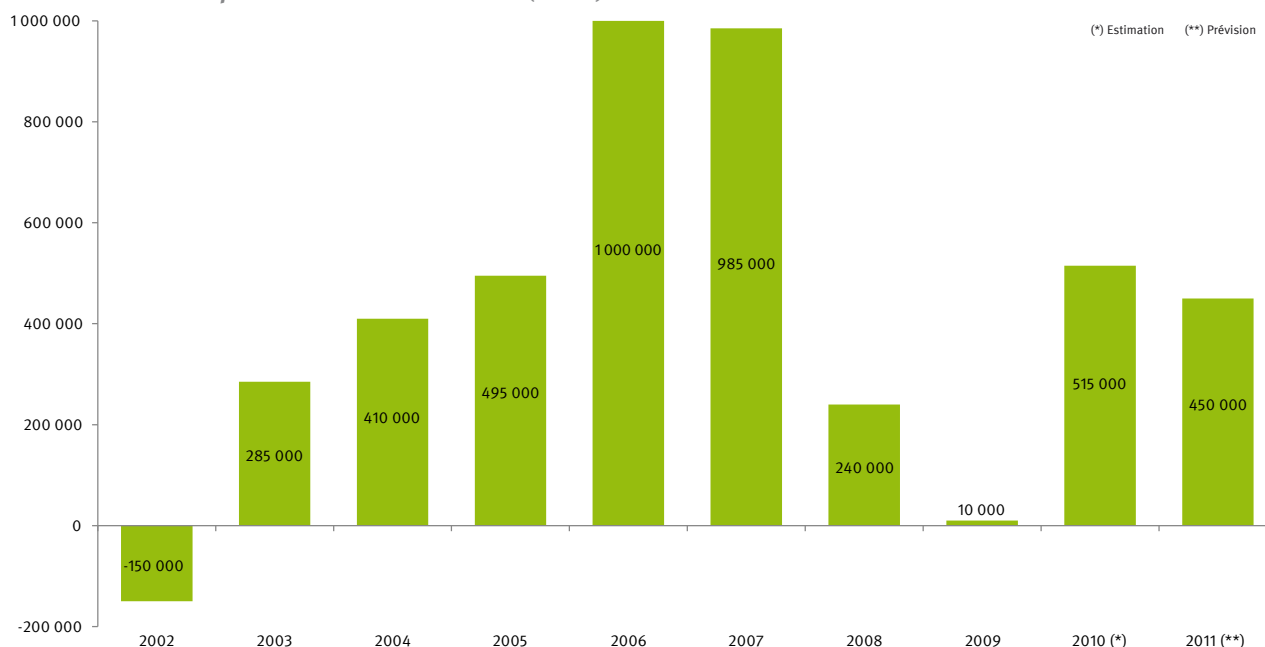
La difficulté à faire de même pour des surfaces plus petites est sans doute essentielle pour expliquer le tassement des grandes transactions "classiques" (5 000 à 20 000 m²). Ce tassement ne doit pas non plus faire oublier que les segments occupés par les utilisateurs de petites et moyennes surfaces sont toujours dynamiques.

Ces utilisateurs sont parfois moins exigeants en matière de qualité et ont profité d'une offre plus variée qu'en grandes surfaces. La consommation totale de bureaux en transactions de moins de 5 000 m² progresse ainsi de 6% depuis le début de l'année par rapport à 2010. Cette donnée, alliée au succès des géantes, tend à démontrer que, pour l'heure, c'est la difficulté à trouver une solution adaptée (voir partie offre) à un prix jugé acceptable qui menace le marché locatif plutôt qu'un recul des besoins immobilier.

Autre élément rassurant : l'absorption nette. Sur les neuf premiers mois de l'année 2011, avec 500 000 m², elle compte pour près du quart des surfaces prises à bail (25%). Elle reste donc très proche des 24% observés en 2010. Si le marché locatif est surtout animé par un besoin qualitatif, qui se manifeste par la rotation des utilisateurs d'un immeuble à un autre, il profite aussi d'un besoin quantitatif en espaces de bureaux. Le marché parisien est en situation de croissance structurelle depuis le début de l'année, tout comme il l'était en 2010.

Évolution de l'absorption nette en Ile-de-France (en m²)

Source : Knight Frank

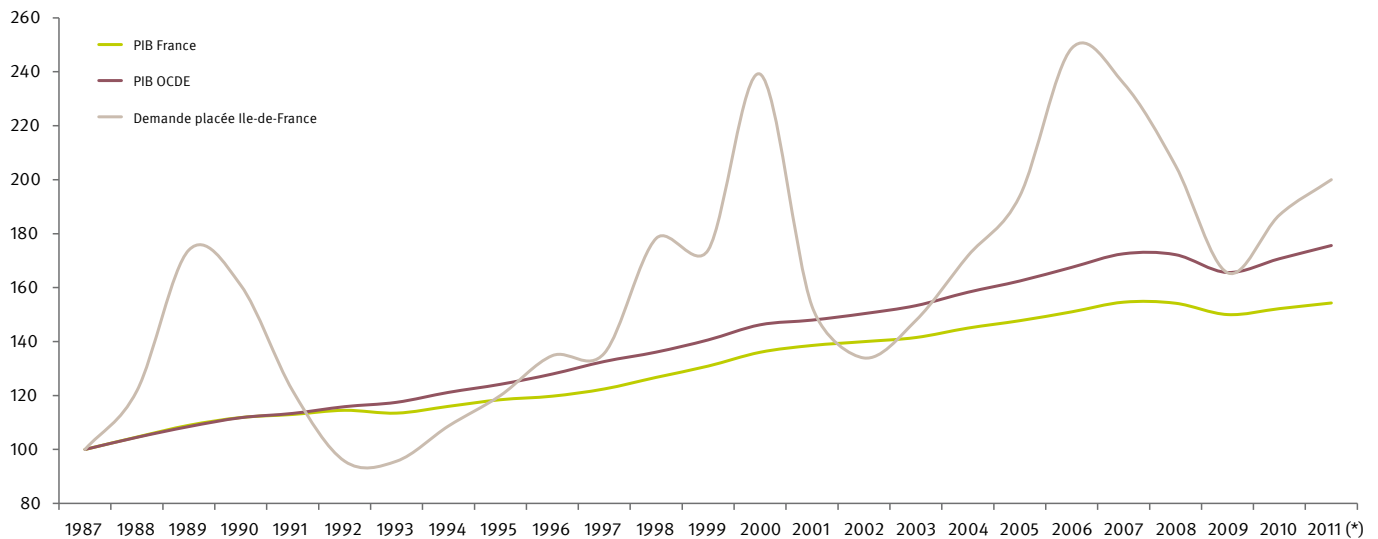


En dépit du ralentissement progressif de la conjoncture économique au cours des derniers trimestres, la région parisienne a continué de créer des emplois tertiaires. Emplois qui se manifestent au travers de la croissance des surfaces de bureaux occupées. Bien sûr, il conviendra de vérifier si ce phénomène n'a pas connu un coup d'arrêt, au moins temporaire, suite aux événements financiers de l'été. Mais preuve est une nouvelle fois faite que le marché locatif en Ile-de-France est résilient et que son dynamisme n'est pas directement indexé à l'activité économique.

Si un peu plus de 20% de la consommation de bureaux est liée à l'augmentation des besoins des entreprises utilisatrices, près des quatre-cinquièmes correspondent à leur volonté d'occuper un immobilier qui corresponde davantage à leurs exigences, à surface équivalente. Une telle proportion est en ligne avec les résultats des enquêtes menées auprès des utilisateurs, qui font régulièrement ressortir des taux d'insatisfaction de l'ordre de 80%. Elle fait écho à l'obsolescence du parc de bureaux. Les surfaces neuves ou lourdement restructurées livrées depuis janvier 2001 ne représentent en effet que 20% du parc de bureaux régional. Et si l'on ne tient compte que des surfaces livrées depuis septembre 2006, date d'entrée en vigueur de la norme RT 2005 (RT pour Réglementation Thermique), cette part chute à 9%. Autant dire que le vieillissement est une des caractéristiques majeure des 51,6 millions de m² de bureaux recensés en Ile-de-France à fin septembre 2011.

Évolution comparée de la croissance économique et de la consommation de bureaux (base 100 : 1987)

Sources : OCDE, Knight Frank - (*)Nota : pour 2011, prévisions



Et ce vieillissement tend à s'accélérer, tant les techniques constructives et les exigences réglementaires ont évolué au cours des dernières années. Alors qu'on assiste aujourd'hui à une course aux labels verts, qui frise parfois le "qui mieux mieux" entre HQE, Effnergie, Breeam ou autre certificat "plus vert que moi tu meurs", au risque d'égarer l'utilisateur, il faut se rappeler que la première réglementation portant limitation de la consommation énergétique des bâtiments neufs non résidentiels ne remonte qu'à 1988, avec la RT 1988. La loi du 30 décembre 1996 a lancé un processus, qui apparaît aujourd'hui inexorable, de durcissement régulier de cette réglementation, à un rythme théoriquement quinquennal. La RT 2000 est ainsi entrée en application quelques années plus tard et a constitué une évolution marquante en imposant une réduction de 40% de la consommation énergétique maximale pour les immeubles tertiaires. La RT 2005 intègre les énergies renouvelables et impose une réduction supplémentaire de 15%. En moins de 10 ans, la réglementation a ainsi diminué la consommation énergétique de près de moitié. Elle se généralise de plus en plus aux rénovations d'immeubles existants. Et, à compter du 28 octobre 2011, la RT 2005 est remplacée par la RT 2012 appelée à généraliser la norme BBC (Bâtiments Basse Consommation). Le vieillissement du reste du parc tertiaire laissé à l'écart de ces travaux en est d'autant plus saisissant. Certains immeubles s'apparentent désormais à de véritables épaves énergétiques et génèrent des surcoûts de fonctionnement importants. Le saut réglementaire et technologique a considérablement accéléré ce vieillissement.

Cela pose, et posera de plus en plus âprement, la question de la durée de vie et d'amortissement de l'immobilier tertiaire. Huit ou dix ans après sa livraison, un immeuble est aujourd'hui beaucoup plus daté qu'il ne l'aurait été il y a vingt ou trente ans. A l'opposé, cela constitue aussi une formidable garantie d'activité pour le marché locatif parisien lors des années à venir.

L'offre de bureaux

Avec un taux de vacance de 6,9% à fin septembre 2011, la région parisienne offre des garanties exceptionnelles aux propriétaires en comparaison des autres métropoles européennes. La vacance en Ile-de-France est faible. Très faible même. Et qui plus est, elle se maintient sur une courbe descendante. Certes, la contraction de l'offre est devenue irrégulière depuis plus d'un an mais c'est essentiellement dû à certains marchés émergents de la région parisienne et aux surfaces de seconde main.

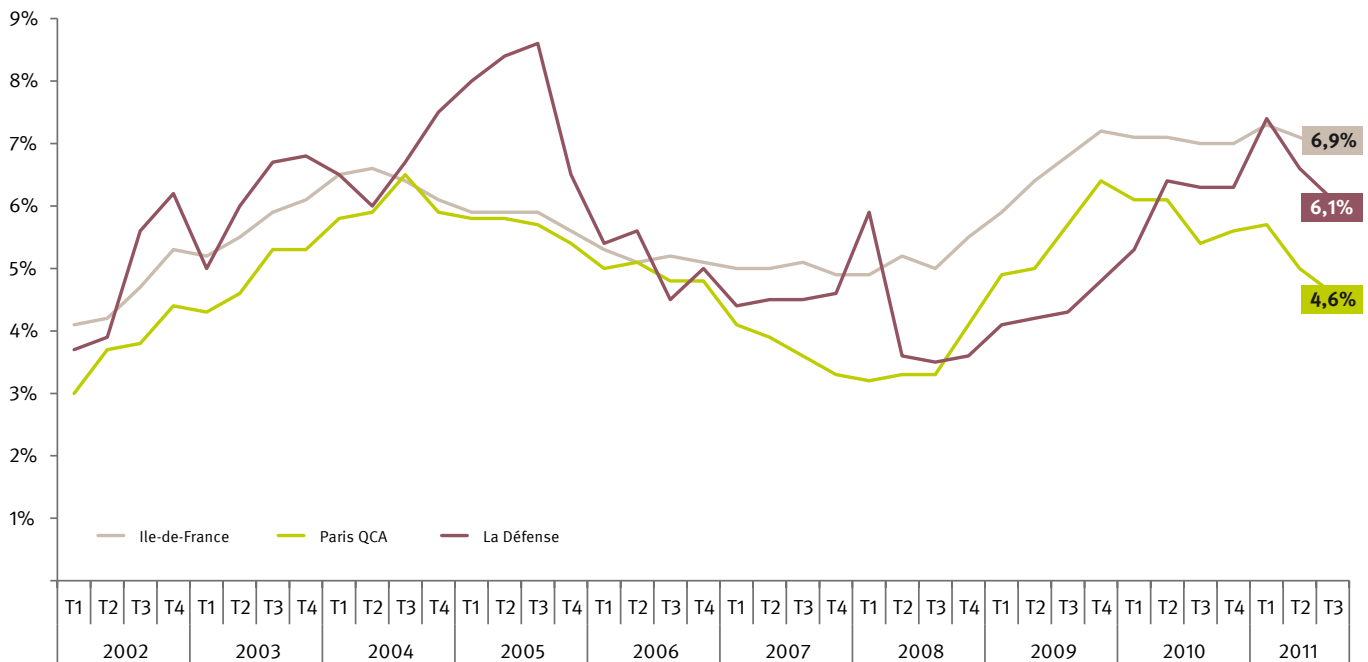
Plus que jamais, l'offre de qualité, le Grade A des anglo-saxons (neuf ou restructuré), est une denrée rare. Et elle est d'autant plus rare qu'elle est située sur un emplacement recherché. Les utilisateurs ont en effet profité d'une fenêtre de tir favorable en 2009 et 2010 pour "se faire plaisir" en privilégiant qualité de l'adresse et qualité des immeubles. Leur appétit est loin d'être éteint aujourd'hui. Pour preuve, une réelle compétition entre utilisateurs existe sur certains immeubles de qualité, avec par exemple deux candidatures simultanées sur celui de l'avenue Franklin D. Roosevelt et trois sur celui de la rue Saint-Dominique.

Le moteur que constitue la qualité de l'adresse et qui favorise les quartiers d'affaires les plus centraux a été évident dans la structuration de l'activité transactionnelle au cours de l'année 2010 : Paris intra-muros a alors concentré 43% des surfaces consommées (contre 34% en moyenne depuis le début 2001), dont 20% sur le Quartier Central des Affaires (QCA) à lui seul (16% en moyenne décennale). Depuis le début 2011, le phénomène est moins marqué. Si Paris intra-muros dans sa globalité reste à des niveaux élevés (38%), le QCA a retrouvé la normale. Mais cette légère décrue n'est pas à mettre sur le compte d'une quelconque désaffection. Simplement, l'intense consommation a eu pour conséquence de réduire la ressource. C'est un peu le syndrome du thon rouge, ce poisson à reproduction lente pour qui toute pêche intensive menace les disponibilités futures.

Cette réalité se vérifie au niveau des taux de vacance. Tous les marchés de la région parisienne ne sont en effet pas logés à la même enseigne. Paris intra-muros affiche ainsi une moyenne très basse de 4,7% à la fin du troisième trimestre 2011, avec un taux qui passe à 4,6% sur le QCA et peut chuter en dessous de 4% sur certains micromarchés. La Défense, autre marché constitué, peut se targuer de rester en dessous de la moyenne régionale, avec un taux de 6,1%. A l'inverse, le Croissant Ouest se maintient au-dessus de 11%, quand certains secteurs émergents continuent de flirter avec la barre des 14% (Boucle Nord ou Péri-Défense).

Évolution du taux de vacance en Ile-de-France (en %)

Source : Knight Frank



La commercialisation de plusieurs grands programmes lancés lors de la période d'euphorie des marchés prend parfois du temps. Reste que ces secteurs sont désormais presque les seuls à offrir des solutions immobilières immédiates, modernes et financièrement attractives.

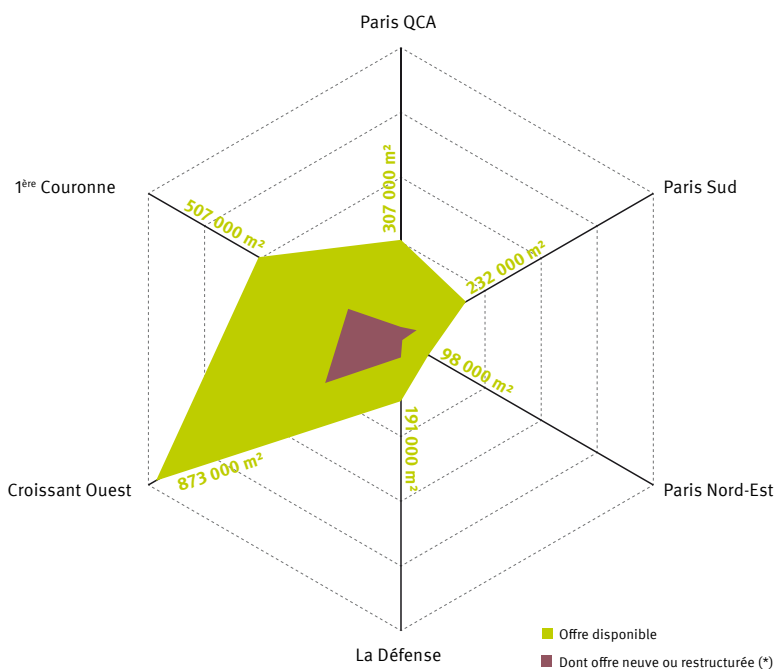
Ils pourraient donc suivre rapidement la voie tracée par d'autres marchés émergents qui, après avoir été affectés de taux de vacance élevés, se situent désormais entre 7% et 10% (Première Couronne Nord et Première Couronne Sud). A tout le moins, ils s'offrent la possibilité d'une activité transactionnelle future qu'il sera impossible de retrouver sur des marchés privés d'offre.

L'autre pendant de cette course à la qualité porte sur les surfaces de bureaux elles-mêmes. Les utilisateurs, et notamment les grands utilisateurs, se sont massivement positionnés sur les immeubles de Grade A ou, à tout le moins, sur les surfaces récentes et efficaces. Sur les trois premiers trimestres de l'année 2011, 78% des surfaces consommées au travers des transactions de plus de 5 000 m² étaient offertes dans des immeubles neufs ou restructurés (avec, il est vrai, de nombreuses précommercialisations). C'est plus encore que les 60% enregistrés en 2010. Conjugée à la baisse drastique des livraisons de surfaces neuves ou restructurées, cette ruée des utilisateurs aboutit à la quasi disparition de l'offre neuve ou assimilée sur certains secteurs. La carence est criante sur le QCA où moins de 13% des bureaux disponibles à fin septembre 2011 sont des surfaces Grade A. Le phénomène se vérifie sur l'ensemble de la région parisienne, avec 22% de l'offre disponible (contre 25% à la mi-2010).

Qualité de l'offre en Ile-de-France (en m²)

(*) : Immeubles construits ou restructurés, livrés depuis début 2008

Sources : Knight Frank, Immostat



Le tarissement des surfaces neuves ou restructurées proposées aux utilisateurs poussent certains d'entre eux à développer leurs propres solutions immobilières. Les ventes utilisateurs se multiplient ces derniers mois, notamment dans Paris intra-muros, à l'exemple des acquisitions auxquelles ont procédé Google ou Scor. Quant aux plus grands utilisateurs, dès lors qu'ils souhaitent regrouper leurs services sur un site unique, ils doivent recourir à des clefs en main développées sur du foncier de proche périphérie. Outre Thalès Communications à Gennevilliers, SFR et Véolia en fournissent l'exemple avec leurs futurs campus, respectivement à Saint-Denis et à Aubervilliers.

Pour les autres, la carence d'offre en Grade A conduit à des arbitrages qui peuvent déboucher sur l'adoption de solutions provisoires d'extension ou conduire jusqu'à un ajournement pur et simple. Le déficit d'offre est bel et bien une source de blocage du marché locatif.

Les loyers de bureaux

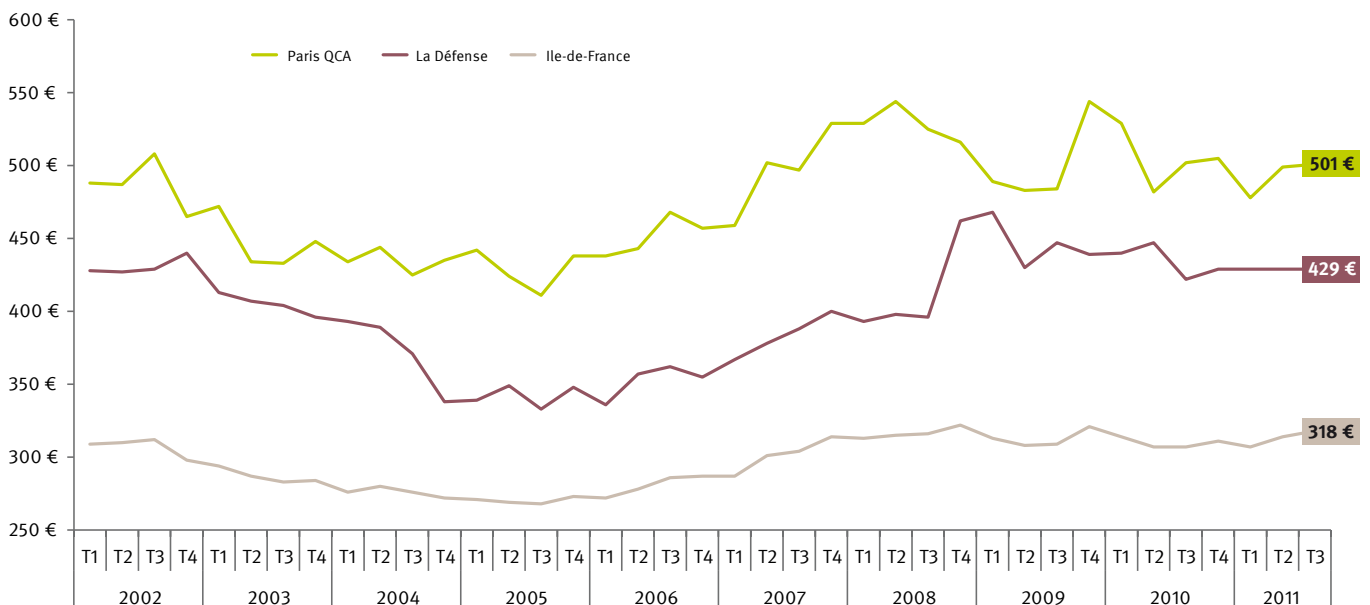
Il y a donc une évolution contradictoire entre l'offre de première qualité, très recherchée par les utilisateurs, et le reste des surfaces, plus ou moins anciennes et obsolètes. Ce mouvement de ciseaux entraîne une évolution contradictoire des loyers. Alors que le loyer moyen (qui reflète notamment les valeurs de signature des surfaces de seconde main) est stable, les tensions sur le segment haut de gamme deviennent plus claires.

Le loyer moyen a certes connu une légère tension à la hausse au troisième trimestre 2011, en passant à 318€ HC/HT/m²/an, contre 307€ un an plus tôt (+4%). Mais cette légère hausse, sur une période courte, relève de l'épiphénomène et a de grandes chances d'être corrigée au cours des prochains mois. Sur une période plus longue, de janvier à septembre 2011, le loyer moyen se situe plus modestement à 313€ pour l'ensemble de l'Ile-de-France. Soit une valeur équivalente à celles identifiées au début 2010, en 2009 également mais aussi courant 2008, ou bien encore en... La liste pourrait être longue. Il serait en effet possible de remonter à 2001. Et peut-être plus loin encore avec l'appui de statistiques fiables. Dix ans sans grands mouvements, retour vers le futur ! Entre le point bas, atteint au troisième trimestre 2005 (268€), et le point haut, situé à 322€ au quatrième trimestre 2008, la différence n'est que de 54€. En un peu plus de dix ans, l'amplitude de la variation se limite à 10% au-dessus ou au-dessous de la valeur médiane de 295€. Cette stabilité est ainsi devenue une des grandes caractéristiques du marché locatif francilien.

L'hétérogénéité est une autre de caractéristiques de la région parisienne, même si elle lui est beaucoup moins spécifique. L'hétérogénéité est en effet le propre de toutes les grandes métropoles internationales. Reste que la région parisienne connaît de profondes disparités entre ses différents secteurs de marché. Alors que sur le QCA, le loyer moyen s'établit à 501€ au troisième trimestre 2011, il descend à 261€ sur Paris 18/19/20. En à peine deux ou trois kilomètres, sans jamais quitter Paris intra-muros, la différence sur le loyer moyen atteint ainsi 240€. Mais l'écart de loyer le plus significatif pour le marché régional reste celui qui sépare La Défense du QCA. En moyenne décennale, cet écart est de 80€. Il s'en était rapproché l'année dernière (à 71€ au troisième trimestre 2010), après une période de resserrement anormal des loyers (l'écart était en effet tombé à moins de 40€ à la fin 2009). Il est resté quasiment stable cette année, à 72€ au troisième trimestre 2011.

Évolution des loyers moyens en Ile-de-France (en € HT HC/m²/an)

Sources : Knight Frank, Immostat

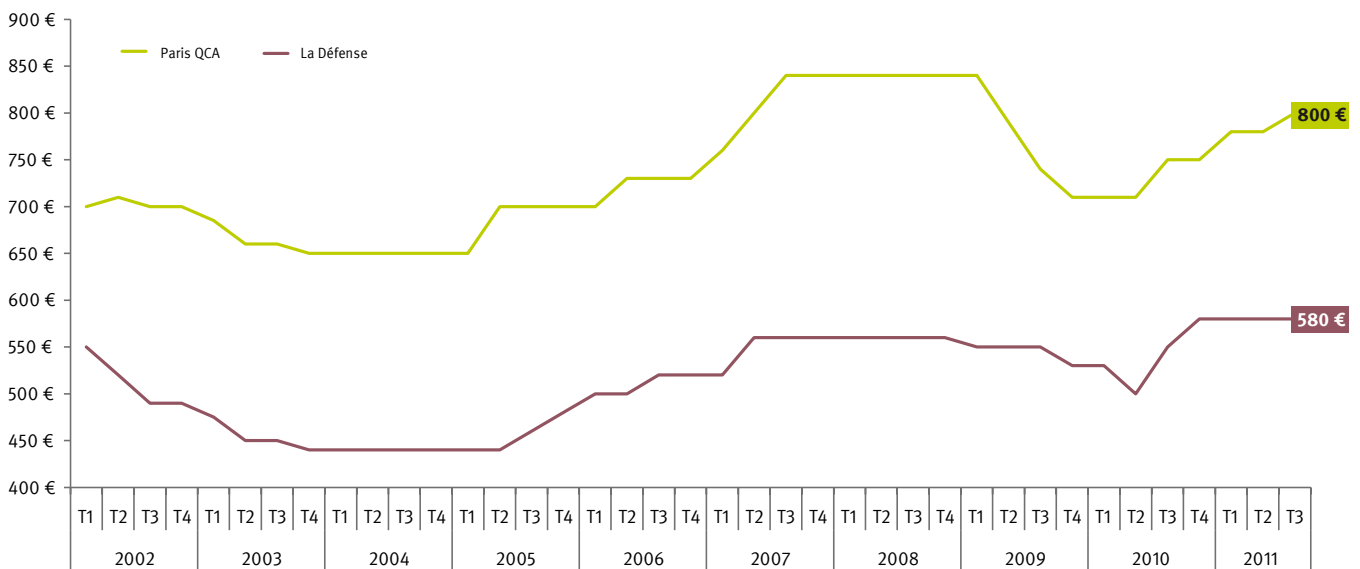


L'équilibre global du loyer moyen en Ile-de-France naît de ces ajustements permanents de valeurs entre secteurs de marché, qui guident les utilisateurs dans leurs choix géographiques.

Si la stabilité est le maître mot du loyer moyen, il en va tout autrement pour le loyer haut de gamme. Celui-ci est passé au troisième trimestre 2011 à 800€ sur le QCA, contre 750€ un an auparavant (+7%) et 710€ avant l'été 2010. La carence de plus en plus criante d'offres neuves ou restructurées sur le secteur a fini par produire ses effets. En dépit de cette hausse, Paris est demeurée bien sage en comparaison d'autres métropoles européennes, Londres en tête, où l'augmentation a été beaucoup plus forte (+27%). Le mouvement haussier n'est donc pas achevé et une marge de progression supplémentaire existe réellement.

Évolution des loyers haut de gamme en Ile-de-France (en € HT HC/m²/an)

Source : Knight Frank



Les tensions commencent à s'observer au-delà du QCA, notamment dans Paris intra-muros (Paris 5/6/7, Paris 12/13 et Paris 14/15), pour les immeubles neufs. Au-delà de la ville centre, le mouvement reste plus théorique. A La Défense par exemple, une poussée de 30€ en un an a pu être observée sur les loyers de présentation (à 580€, voir plus) mais ces valeurs ne se sont pas concrétisées dans un nombre suffisant de transactions pour rendre indiscutable la hausse des valeurs haut de gamme. Pour l'heure, l'inflation sur le loyer des meilleurs immeubles est une affaire essentiellement parisienne, voire essentiellement circonscrite à son cœur, le QCA.

PERSPECTIVES

Depuis le début de l'année 2011, le doute s'est installé quant à la tenue de la demande active, émanant notamment des grands utilisateurs. Les résultats médiocres du deuxième trimestre 2011 avaient plutôt renforcé les tenants d'une approche inquiète, voire pessimiste. La flamboyance du troisième trimestre, largement due à la prise en compte d'énormes transactions initiées plusieurs mois auparavant, ne parviendra probablement pas à les rassurer vraiment. Il faut dire que ces brillants résultats ne cachent pas le ralentissement sur les transactions de 5 000 à 20 000 m². Ce trou d'air, survenu avant l'effacement boursier et financier de cet été, a ses logiques. Nous l'avons dit ci-avant, le dynamisme du marché gris de 2008 à la mi-2010, auquel beaucoup de propriétaires se sont prêtés de bonne grâce, se solde aujourd'hui par un assèchement des demandes potentielles. Mais surtout, la raréfaction des surfaces de qualité disponibles, ainsi que la hausse des prix qui s'ensuit, provoquent chez les utilisateurs un réflexe attentiste. Là est à nos yeux la principale raison du tassement de l'activité sur ce segment des transactions de 5 000 à 20 000 m².

C'est sans doute en matière d'offre de qualité que les soubresauts financiers en cours, liés au risque souverain et au ralentissement de la croissance économique en Europe, aux Etats-Unis mais aussi désormais dans les pays émergents, pèseront le plus directement sur le marché locatif. La fragilisation des banques conduira en effet très vraisemblablement à un durcissement des conditions de crédit. Un tel durcissement n'est guère favorable aux lancements de programmes de construction sans sécurisation locative préalable. Les solutions immobilières attractives offertes aux utilisateurs sont déjà rares. Elles le seront sans doute encore plus demain. Le manque d'offre ralentit la demande, ce qui limite la production future possible : en d'autres termes, c'est le serpent qui se mord la queue.

La menace est réelle. Nous avons en effet pu l'observer depuis 2007, en période de morosité économique, l'absorption nette se réduit drastiquement mais le marché locatif tient grâce au moteur de la rationalisation des implantations immobilières. Le marché demeure actif, non par les besoins quantitatifs des entreprises mais par leurs besoins qualitatifs. Toutefois, la rationalisation, qui représente d'ores et déjà 80% de la consommation de bureaux, est un moteur qui ne peut tourner à plein que s'il a du "carburant", à savoir des solutions immobilières intéressantes. Qui dit solutions immobilières intéressantes dit solutions qui permettent de réduire les coûts. Il en est de deux sortes : soit des surfaces neuves ou restructurées, à loyers élevés mais qui garantissent plus d'efficacité, de densité et une baisse des charges, soit des surfaces plus anciennes à loyers baissés. Or une des différences majeures sur le marché locatif entre 2007-2008 et la période actuelle porte sur cette disponibilité de "carburant" : en 2007-2008, les programmes de construction ou de restructuration étaient nombreux. Ils ne le sont plus aujourd'hui.

Le ralentissement de l'activité transactionnelle est donc très plausible. Reste à savoir quelle en sera l'ampleur et s'il est susceptible de remettre en cause l'entrée du marché parisien dans un nouveau cycle de croissance locative. Aujourd'hui, il ne nous apparaît pas rationnel de "dégrader la note" du marché locatif parisien, pour reprendre une expression qui fait florès ces derniers temps. Les raisons restent en effet nombreuses de croire que l'absorption nette ne s'éteindra pas complètement. Le risque de récession n'est pas aujourd'hui le scénario privilégié par la plupart des organismes de conjoncture. Bien sûr, les perspectives de croissance se réduisent. Le gouvernement français s'est rapproché fin octobre du consensus des prévisions, avec une anticipation de croissance de l'ordre de 1,0% en 2012. Cette anticipation est même désormais plus pessimiste que celle du FMI, établie le 20 septembre 2011. Le FMI maintient en effet des prévisions "positives" pour la France (1,7% en 2011 et 1,4% en 2012) et pour la zone euro (1,6% en 2011 et 1,1% en 2012).

Et surtout, la croissance mondiale devrait rester proche de 4% cette année et l'année prochaine. Or c'est à cette échelle-là que se font les chiffres d'affaires, notamment pour les grands groupes. Ceci induit des besoins de bureaux dans nos métropoles : si les centres de production ont été délocalisés, les sièges sociaux demeurent à Paris, Londres, Francfort ou New York. Reste l'hypothèque de l'impact des différents plans d'austérité sur la croissance, au travers de l'effet multiplicateur. Elle pourrait ainsi représenter de 0,6 à 1,1 point de PIB pour la France en année pleine. Mais la seule certitude est que les effets réels ne se révéleront que progressivement, à partir de 2012.

Ces plans d'austérité ont pour objectif prioritaire un retour de la confiance des investisseurs. Si cet objectif essentiel est atteint, il amplifiera la reprise du mouvement des fusions-acquisitions constatée à partir de la fin 2010. Un tel mouvement se concrétise presque toujours par des décisions immobilières, alimentant notamment le moteur de la grande demande. Et celui-ci, en dépit des tousotements et de la perte de puissance qu'il connaît et malgré les incertitudes liées à l'élection présidentielle, n'est pas prêt de s'arrêter. Les résultats financiers des grands groupes restent en effet très favorables et devraient leur permettre de se positionner de plus en plus en amont sur des projets immobiliers, autorisant de la sorte leur lancement. Or nous l'avons déjà souligné, l'obsolescence de nombreux immeubles et les coûts induits pour leurs utilisateurs continuent de justifier à court et moyen terme de nombreux arbitrages.

L'hypothèse la plus réaliste est donc pour nous que les résultats satisfaisants enregistrés en 2010 aient signé l'entrée de l'Ile-de-France dans un nouveau cycle du marché locatif. Mais le démarrage de ce cycle sera plus poussif que prévu. Un peu comme cela avait été le cas préalablement, pour le cycle 1994-2002, lorsque l'activité avait fait du quasi sur-place de 1994 à 1997. Il est donc possible que nos anticipations pour l'année 2011, portant sur un volume d'activité proche de 2,4 millions de m², ne soient pas tout à fait atteintes et que l'Ile-de-France se situe plutôt autour de 2,3 millions de m². La différence est ténue et une bonne surprise n'est jamais exclue. Il reste en effet quelques géantes à comptabiliser, à l'exemple du futur siège de Veolia ou du campus imaginé par la Société Générale à Fontenay-sous-Bois.

L'année 2012 devrait être par contre plus difficile et pourrait se terminer sur un léger recul de l'activité transactionnelle. Ce recul resterait alors comme un accident avant une reprise de la marche générale du marché. Un tel résultat n'aurait pas à faire rougir : il confirmerait au contraire le AAA accordé à la région parisienne et son rang de premier marché européen.

Le recul de l'offre disponible est devenu plus erratique depuis le second semestre 2010. Il faut dire qu'il est sans doute difficile de tomber beaucoup plus bas que le niveau aujourd'hui atteint par l'Ile-de-France. Avec une moyenne de 6,9% à la fin septembre 2011, la région parisienne affiche d'ores et déjà le plus faible taux de vacance des grandes métropoles européennes.

Cette situation est susceptible de changer en partie mais pas avant plusieurs années et, surtout, seulement de façon localisée. Certains marchés peuvent en effet devenir à moyen terme des points de fixation de la vacance. C'est notamment le cas de La Défense où un des utilisateurs majeurs, la Société Générale, vient d'annoncer son intention de libérer près de 100 000 m² à la suite de la construction de son campus à Fontenay-sous-Bois. Ces libérations ne sont prévues qu'à échéance 2015/2016. Mais elles interviendront dans un marché ayant à absorber certaines des offres neuves livrées dans le cadre du plan de renouveau de La Défense. L'ampleur du phénomène reste inconnue tant il est vrai que plusieurs de ces projets de construction restent soumis à des aléas, juridiques ou financiers.



Mais comme cela a déjà été le cas par le passé, La Défense peut alors redevenir un marché nettement offreur. Reste que dans l'immédiat, le durcissement des conditions de financement des programmes immobiliers exclut toute relance massive de la construction. En figeant, faute de mieux, les utilisateurs dans le parc obsolète, la carence d'offre neuve ou restructurée apporte en contrepartie des garanties aux propriétaires en limitant tout risque de remontée de l'offre disponible. En fonction de la tenue de l'activité économique globale, il est même possible que la région parisienne poursuive cahin-caha son mouvement de repli de l'offre en dessous de la barre des 7%, jusque vers les 6,5% courant 2012.

Pas de menace d'alourdissement du taux de vacance donc, mais l'offre étant constituée à près de 80% de surfaces de seconde main, plus ou moins obsolètes, il est par contre à craindre que certains immeubles s'installent durablement dans la vacance : l'alourdissement de la vacance de longue durée se profile, avec ses conséquences possibles sur les loyers.

Raréfaction de l'offre neuve ou restructurée d'un côté, vacance de longue durée pour l'offre obsolète de l'autre : ces faits vont s'avérer déterminants pour l'évolution des loyers. Les tensions à la hausse sur les loyers des meilleurs immeubles, initiées dès la fin 2010, se sont amplifiées sur le QCA ainsi que sur certains immeubles de Paris 5/6/7. Le loyer haut de gamme y est ainsi passé à 800€ au cours du dernier trimestre. La tendance haussière pourrait se poursuivre mais à un rythme moins soutenu, jusque vers la ligne des 830€. Cette hausse pourra par contre être contrebalancée par des mesures d'accompagnement plus conséquentes qu'aujourd'hui, au gré des négociations entre propriétaires et utilisateurs.

Les tensions à la hausse tendent à gagner les autres marchés de Paris intra-muros pour les immeubles neufs, même si le mouvement reste plus hésitant et moins marqué. A plus long terme, les incertitudes sur la croissance et l'instabilité de l'environnement financier pourraient contrebalancer le phénomène de rareté et limiter toute marge de progression du loyer haut de gamme. Bien que la région parisienne soit restée très sage en matière de loyers en comparaison d'autres grandes villes européennes, les prochains mois ne seront pas propices à une envolée sur ces marchés intermédiaires de Paris intra-muros ou assimilés (à l'image de Boucle Sud). La stabilisation devrait ici l'emporter.

En périphérie, où il y a davantage de concurrence, la situation apparaît plus aléatoire. Toute hausse est exclue. Faut-il pour autant s'attendre à des baisses, dans le but d'attirer des utilisateurs ? Cette éventualité ne sera utilisée qu'en dernier recours. D'abord parce que les loyers haut de gamme ont peu augmenté ces derniers mois sur ces marchés, ensuite parce que les propriétaires préféreront jouer sur les mesures d'accompagnement.

Quartier Central des Affaires, marchés intermédiaires, marchés émergents... La segmentation géographique sera le maître mot de la région parisienne. A cette segmentation géographique s'ajoutera une segmentation de plus en plus marquée entre actifs. Les tensions haussières n'ont pas gagné les immeubles de seconde main, nombreux sur le marché. Il n'y a aucune raison qu'elles le fassent à l'avenir. Les loyers moyens continueront donc de se caractériser par leur stabilité globale à l'échelle régionale avec, en fonction des contingences des propriétaires, des ajustements ponctuels à la baisse. Ce marché fractionné, segmenté, voire hypersegmenté appellera une capacité d'analyse et d'expertise particulièrement fine, à la mesure des différences de performances d'actifs.

Finalement, ce ne sera sans doute pas le dernier des tangos à Paris...

GRAND TÉMOIN : DIMITRI BOULTE

Dimitri Boulte est Directeur Général Adjoint/Directeur des Opérations chez SFL



L'activité transactionnelle, notamment la part des grands utilisateurs, a marqué le pas au deuxième trimestre 2011. Y voyez-vous une traduction des incertitudes économiques actuelles et pensez-vous que ce ralentissement puisse être durable ?

Il importe de faire une distinction nette entre les différents marchés sur ce constat du ralentissement de l'activité transactionnelle.

A titre d'exemple, si l'on considère le segment de marché sur lequel intervient SFL, c'est à dire le marché des bureaux "prime" parisien (concentré quasi-exclusivement sur le Quartier Central des Affaires), il s'est nettement distingué par une demande stable sur le segment 1 000 m² à 5 000 m² et des niveaux de valeurs locatives qui ont très bien résisté dans un contexte macro-économique difficile.

Nous avons bien évidemment constaté un allongement très net du temps intervenant entre la première visite et la signature du bail, signe d'un certain manque de visibilité des entreprises sur l'avenir et l'évolution du contexte économique, mais avec néanmoins souvent la confirmation de la prise à bail pour les bons produits, c'est à dire ceux qui répondent parfaitement aux besoins des utilisateurs.

Sur des marchés plus offreurs, ie en première couronne par exemple, le tableau est sensiblement différent et contrasté avec des opérations qui restent désespérément vides malgré de réelles qualités.

Notre vision sur l'évolution de l'activité transactionnelle dans un contexte de grande incertitude économique durable, et d'élections nationales dans notre pays, est une tendance prononcée vers une plus grande segmentation du marché locatif :

- 1. une bonne résistance du marché "prime" parisien s'il sait répondre à l'évolution de la demande qui est plus sélective sur la qualité des espaces de travail, les services, le confort des utilisateurs... Ce marché se distingue par une plus grande "valeur d'usage" perçue par les utilisateurs qui y concentrent leur "front office".*
- 2. un marché sur-offreur en première couronne, qui pourrait plus fortement réagir à la baisse de la demande exprimée, si elle devait se confirmer dans les prochains mois. Ce marché motivé par des considérations de nature plus économiques fait une plus grande part aux "back office" ; la "valeur d'usage" associée à l'immobilier y est par nature plus faible.*
- 3. un marché intermédiaire qui se cherche (comme celui d'une certaine première couronne ou de La Défense) et qui a du mal à trouver son positionnement "front ou back-office", car trop cher pour le "back office" et trop hétérogène sur le plan qualitatif pour le "front".*

Ce diagnostic reste de notre point de vue valable pour l'activité des grands utilisateurs dans certains secteurs géographiques et pour des actifs "prime". Nous constatons de réelles marques d'intérêts des grandes entreprises pour les produits de grande qualité et pour lesquels l'espace de travail participe directement de la valeur ajoutée (ou "valeur d'usage"). Notre opération IN/OUT à Boulogne s'inscrit pleinement dans cette thématique puisqu'elle ambitionne de proposer plus de 30 000 m² de bureaux de grande qualité, au sens code du

travail, dans un cadre exceptionnel et accompagnée d'un pôle de services à l'architecture contemporaine regroupant un ensemble de prestations pour les collaborateurs qui y travailleront. A plus de 18 mois de la livraison, nous avons des discussions avancées avec des grandes entreprises et espérons bien pré-commercialiser cet ensemble immobilier unique.

Seulement 20% de l'offre disponible en Ile-de-France à l'été 2011 pouvait être qualifiée de "grade A". 20%, c'est également la part du parc de bureaux construite ou restructurée au cours des 10 dernières années. Ces deux chiffres expliquent sans doute pourquoi beaucoup d'utilisateurs expriment leur insatisfaction quant à leur implantation immobilière. Comment éviter que le marché locatif ne se grippe s'il devient de plus en plus difficile, pour des raisons de financement, de lancer des opérations de construction ou de restructuration en blanc ?

Cette question nous amène effectivement au cœur du sujet de l'immobilier tertiaire et accessoirement de la stratégie SFL.

La qualité du produit immobilier devrait être au cœur des préoccupations des opérateurs sous peine de générer de l'insatisfaction auprès des utilisateurs. Nous constatons une préoccupation plus grande des dirigeants sur la qualité de leurs implantations immobilières. Cette évolution devrait s'accentuer dans un contexte de grande nervosité des économies développées, avec d'avantage d'aléas et d'incertitudes dans la vie économique des entreprises mais également dans la vie professionnelle des collaborateurs. L'entreprise doit pouvoir garantir à ses employés une forme de sécurité, de confort de travail et pour une plus grande, d'attirer les meilleurs talents et de retenir ses collaborateurs.



108/112 avenue de Wagram
Paris 17^{ème}

C'est le rôle que doit pouvoir jouer l'immobilier tertiaire s'il est appréhendé comme participant directement de la valeur ajoutée des entreprises et pas simplement ramené à un coût au m². Il s'agit là d'une évolution majeure du marché immobilier que nous observons de plus en plus.

Dans ces conditions, la qualité de l'offre (localisation, produits, espaces de travail, confort usager, services, développement durable...) participe directement de la satisfaction ou de l'insatisfaction des utilisateurs. L'ensemble des marchés, et particulièrement celui qualifié de "prime", nécessite la plus grande attention sur ce paramètre, ce que nous nous employons à faire chez SFL, où le client est celui qui travaille dans nos immeubles et pas simplement l'entreprise locataire (logique de B to B to C).

Pour autant, cela ne signifie pas que le marché locatif va se "gripper", il sera plus segmenté y compris sur les valeurs locatives (tendance en cours), mais à l'inverse les "bons actifs" offrant qualité de localisation, produit, restructuration, services devraient bien résister. Face à une demande plus sélective, les écarts de valeurs locatives pourraient être plus prononcés selon les segments de marché : les marchés de "front-office", comme c'est le cas du QCA, devraient bien résister ; les marchés de "back office" sur des produits plus standardisés pourraient plus souffrir.

Votre question nous amène également à réagir sur la stratégie des investisseurs-bailleurs : dois-je restructurer mon immeuble ou le laisser en l'état ? Il est vrai que dans un contexte d'accès aux ressources financières plus difficile et de marché locatif plus aléatoire se pose la question de la stratégie de création de valeur. Notre conviction est d'adopter une stratégie volontariste qui passe souvent par la mise en œuvre de restructuration, rénovation des espaces de bureaux pour tenir compte des évolutions de marché et des exigences des utilisateurs de plus en plus sélectives.

C'est probablement plus facile pour les sociétés foncières traditionnelles, qui sont plus constantes et moins sensibles aux aléas de marché, parce qu'ayant des ressources financières plus solides, comme c'est le cas pour SFL. C'est la logique qui a prévalu à notre opération IN/OUT de Boulogne, convaincus que nous sommes qu'il n'y en aura pas d'autre équivalente à horizon 2013.

Comment voyez-vous l'évolution des loyers, notamment sur le segment haut de gamme ou "grade A", au cours des prochains mois ?

Sur le marché "prime" parisien, c'est-à-dire très concentré géographiquement, sur des qualités d'actifs comparables (offrant des surfaces de 1 000 à 5 000 m² d'un seul tenant), hyper accessibles (en transports en commun) et visibles, offrant enfin une grande gamme de services, nous sommes très confiants sur l'évolution des valeurs locatives, compte tenu de la très faible offre et d'une demande soutenue malgré le contexte économique.

Ce constat est l'illustration de la stratégie de SFL avec 3 exemples révélateurs sur 2011 :

- 1. Une très bonne résistance sur Washington Plaza puisque nous avons signé plus de 10 000 m² sur Washington Plaza depuis le 1^{er} janvier à plus de 600€/m² ;*
- 2. La préservation du niveau de valeur sur le "prime" puisque nous venons, à titre d'exemple, de signer à 730 €/m² sur Cézanne Saint-Honoré sur 1 800 m² ;*
- 3. Une prise de conscience plus forte des entreprises sur l'importance de la notion de "valeur d'usage" du lieu de travail, comme l'a illustré le retour de Zürich Insurance dans Paris (à plus de 670 €/m² dans un de nos immeubles, le 108 Wagram, alors que leur loyer était près de deux fois plus faible à Levallois), motivé par le choix d'un site, d'une accessibilité, d'une proximité avec les clients/fournisseurs, de la qualité d'un produit et de la motivation des collaborateurs.*

Nous pensons donc que le segment "prime" devrait particulièrement bien résister pour les produits aux standards les plus modernes d'une certaine taille (supérieurs à 1 000 m²).

Les conditions d'incertitude économique créent aussi souvent des opportunités. Comment SFL se positionne-t-elle dans ce contexte, en tant que propriétaire et investisseur potentiel ?

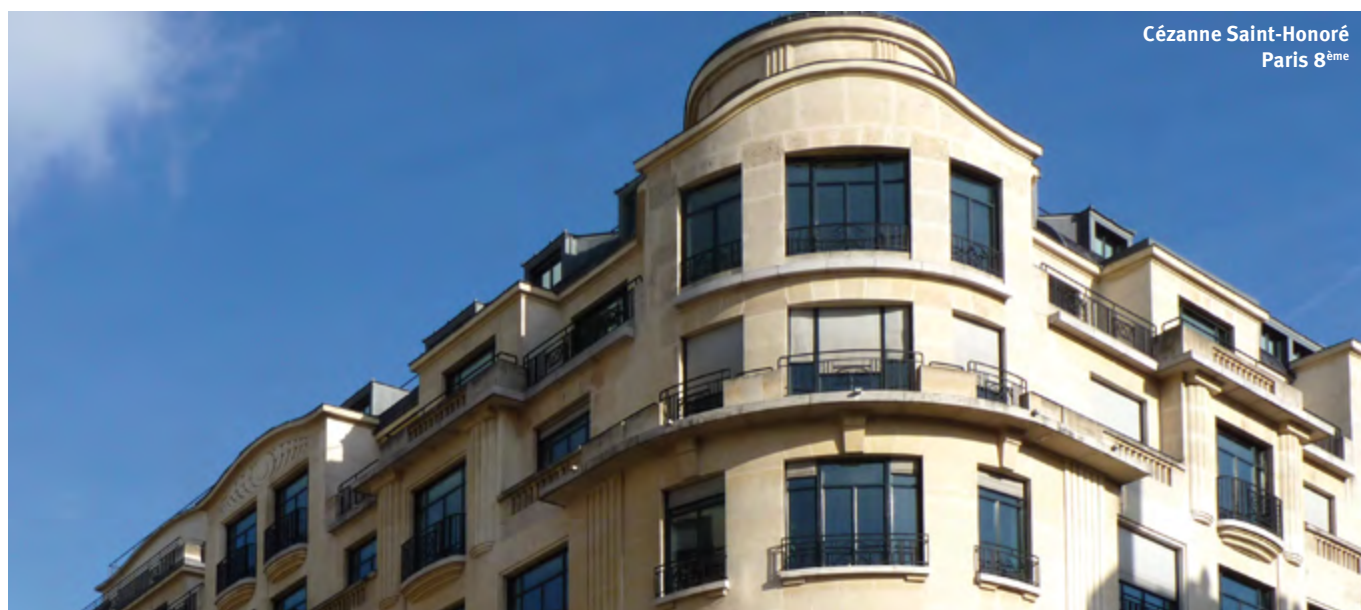
Fort de son expérience et capitalisant sur son patrimoine unique non reproductible, SFL se veut être la foncière de référence de l'immobilier "prime" parisien.

Comme propriétaire, nous sommes sensibles au niveau de satisfaction de nos clients/utilisateurs et travaillons à faire progresser la "valeur d'usage" attachée à nos immeubles. Chacun de nos immeubles a fait l'objet d'un audit approfondi pour identifier nos axes de travail :

- *identité et accessibilité,*
- *déploiement d'une offre de services complète,*
- *qualité et traitement des espaces (extérieurs et intérieurs),*
- *marketing,*
- *maîtrise des coûts,*
- *ambition environnementale.*

Ainsi sommes-nous en train de mettre en œuvre des actions concrètes, actif par actif, visant à répondre aux attentes des utilisateurs de "front office" : le 92 Champs-Élysées (opération baptisée "Ozone") sera, à titre d'exemple, unique sur les Champs-Élysées, par la qualité de sa rénovation, l'ambition environnementale affichée, l'association d'un design moderne et élégant et la rigueur d'un bâtiment à l'architecture remarquable.

Comme investisseur, SFL compte bien être présent sur les opportunités de marché qui vont se présenter, dans ce contexte macro économique. Avec un endettement maîtrisé, des équipes au savoir-faire reconnu capables d'apprécier la valeur immobilière et de la créer, une réactivité très forte et un processus de décision aisé, nous avons l'intention d'être actifs aussi bien sur des deals de nature corporate (comme ce fut le cas avec la prise de participation dans la Siic de Paris) ou des "asset deals", et ce en parfaite cohérence avec la stratégie sélective de SFL (localisation, taille, qualité).



Cézanne Saint-Honoré
Paris 8^{ème}

LE MARCHÉ DE L'INVESTISSEMENT

Mad Max



Le marché en grandes lignes

- ◆ Avec 2,4 milliards d'euros, les volumes d'activité ont été très bons au troisième trimestre 2011, même s'ils ont été gonflés par une énorme transaction peu représentative.
- ◆ En année pleine, les volumes d'investissement sur l'Ile-de-France pourraient être légèrement supérieurs à ceux observés en 2010 (8,75 milliards d'euros).
- ◆ Les perspectives sont par contre moins favorables pour 2012, avec un marché qui devrait changer profondément de nature.
- ◆ L'immobilier tertiaire s'impose plus que jamais comme un "hard asset" (valeur refuge), ce qui assure son intérêt dans le contexte financier actuel.
- ◆ Le "zéro risque" demeure la ligne de conduite dominante sur le marché de l'investissement. La notion de risque devient toutefois plus aléatoire qu'auparavant.
- ◆ Depuis le début 2011, les taux de rendement "prime" se sont stabilisés. L'écart avec les actifs de second rang se renforce. La tendance est à la fragmentation des valeurs.

TENDANCES

Les volumes investis

Dans un monde déstabilisé par l'affaiblissement des nations, la meilleure arme au service de l'ordre reste le sang-froid. C'est le synopsis du premier opus de Mad Max, sorti en 1979. Plus de 30 ans après, il pourrait aussi être celui de la crise financière et boursière actuelle, qui a pris toute son ampleur depuis l'été dernier. Dans cette crise de confiance, où les ressorts psychologiques sont essentiels, le sang-froid ne sera pas de trop.

Et c'est avec ce même sang-froid qu'il convient d'examiner les répercussions de cette crise sur le marché de l'investissement en immobilier tertiaire. Celui-ci est en effet désormais éminemment financiarisé. Il sera donc touché, d'une façon ou d'une autre. Reste à savoir quand, sous quelles formes et surtout avec quelle ampleur.

Pour l'heure, les résultats du troisième trimestre 2011 ne laissent rien apparaître. Ils sont bons. L'activité sur le marché de l'investissement a poursuivi son accélération. Sur l'ensemble de la région parisienne, plus de 2,4 milliards d'euros ont été placés en trois mois. Ce volume est à comparer aux 2,14 milliards d'euros enregistrés lors du trimestre précédent. Il laisse apparaître une hausse de près de 14%, qui fait elle-même suite au bond de 59% observé lors du précédent trimestre.

Ces résultats sont remarquables même s'ils sont un peu trompeurs. Tout comme nous avons pu l'observer pour le marché locatif, le volume d'investissement a été en effet placé sous hormones stéroïdes. Il est, au moins en partie, artificiellement gonflé par la participation de 50% dans un portefeuille d'Axa Investment Management prise par Norges Bank Investment Management, le fonds souverain norvégien^[1]. Cette transaction, qui s'apparente autant à un investissement financier qu'immobilier, porte sur 700 millions d'euros, soit 29% du volume total enregistré en Ile-de-France au cours du troisième trimestre 2011. Sans elle, l'investissement aurait chuté à 1,7 milliard d'euros et afficherait donc un repli trimestriel de 21%.

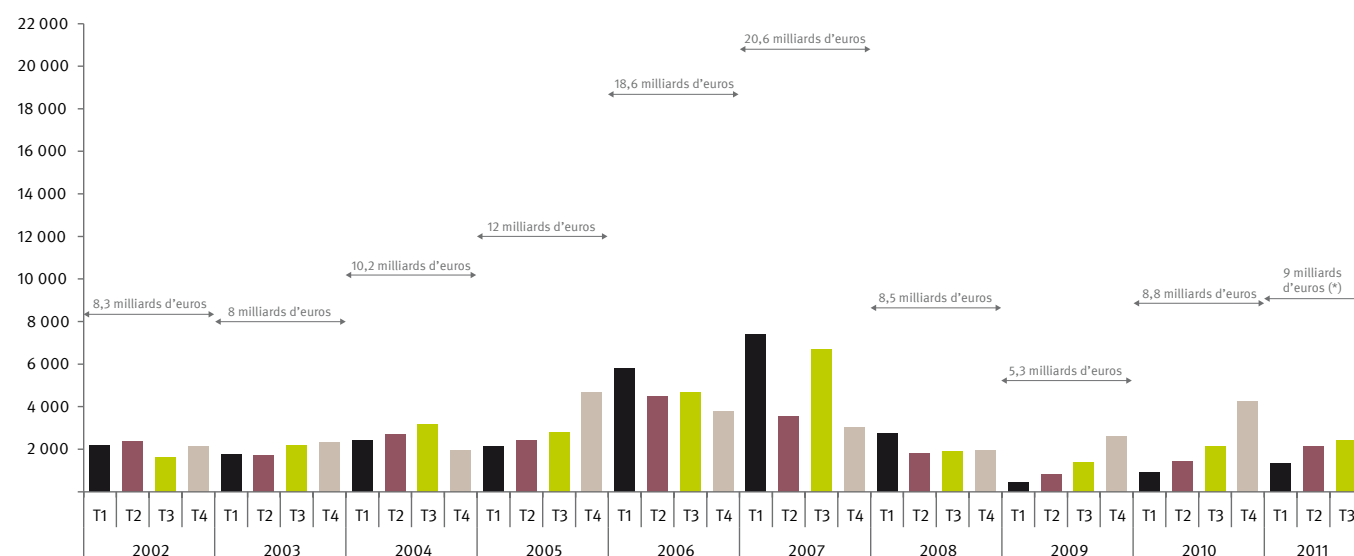
De +14% à -21%, la différence est de taille. Mais ne rechignons pas à constater la belle santé du marché de l'investissement en région parisienne. D'autant que ces résultats permettent à Paris d'asseoir son statut de second marché européen de l'investissement, derrière la capitale britannique.

^[1] Portefeuille de sept immeubles, dont quatre dans Paris 8^{ème} et 9^{ème} et trois à La Défense et sur le Croissant Ouest, pour une surface totale de 156 000 m² et une valeur de 1,4 milliard d'euros.

Évolution des montants investis en Ile-de-France (en millions d'euros)

(*) Pour 2011, prévisions

Sources : Knight Frank, Immostat



Au total, depuis le mois de janvier 2011, l'investissement en immobilier tertiaire représente près de 6 milliards d'euros en Ile-de-France. C'est 1,4 milliard d'euros de plus que sur les neuf premiers mois de l'année 2010, soit une hausse de 32%. L'amélioration est d'autant plus appréciable qu'elle n'a pas été démentie pendant l'été dernier, pourtant marqué par le contexte économique et financier que l'on sait. Alors que nous avons pu craindre un brusque gel du marché de l'investissement, sa puissance d'inertie l'a emporté sur les inquiétudes des différents acteurs. Les négociations sur les acquisitions, initiées préalablement dans une période plus calme, se sont poursuivies jusqu'à leur conclusion. Il n'y a eu, pour l'heure, quasiment aucune annulation.

Pour autant, les blocages signalés depuis plusieurs mois n'ont pas disparu. Ils excluent de retrouver le marché des belles années, celles d'avant les subprimes et la faillite de Lehman Brothers, qui passent aujourd'hui presque pour des années folles où n'importe quelle rossinante immobilière trouvait preneur. Nous l'indiquions déjà dans la précédente édition de Vision : pour des raisons de bouclage des plans de financement, les acquéreurs restent obnubilés par la notion de sécurité. C'est la garantie de réduction des risques portée par un actif qui fait sa valeur et son intérêt. La recherche du "zéro risque" conduit à concentrer le marché de l'investissement sur un segment réduit d'actifs : les immeubles offrant des baux longs, signés par des utilisateurs jugés fiables. Au point que cette focalisation puisse aujourd'hui être regardée avec circonspection : c'est en effet la sécurité "perçue" qui prime. Il est ainsi intéressant de transposer au marché immobilier la métaphore du concours de beauté utilisée par Keynes^[2] pour expliquer la formation du prix d'un actif ou d'une action. L'économiste britannique utilise l'exemple d'un jeu organisé par un journal londonien à l'intention de ses lecteurs, leur demandant de désigner parmi une centaine de photos de jeunes femmes, les cinq qui seront retenues par l'ensemble des lecteurs comme les plus belles. Le gagnant est celui qui se rapproche le plus du consensus global. La meilleure stratégie est donc ici d'essayer de deviner ce que pensent les autres et non de déterminer la beauté réelle des candidates. De cette logique, Keynes conclut que le prix d'un actif est moins déterminé par sa valeur intrinsèque que par la perception qui s'en dégage dans l'opinion générale des acteurs. Il en va un peu de même désormais avec ces notions de sécurité ou de risque véhiculées par un actif immobilier. Un simple exemple : qu'est-ce qu'aujourd'hui un utilisateur "fiable" ?

Reste qu'un actif sortant du cadre de ce consensus global, par ce qui est perçu comme étant un défaut ou une faiblesse, est aujourd'hui lourdement pénalisé. Cette aversion au risque conduit à un allongement des délais de commercialisation de ces immeubles, voire à leur retrait pur et simple du marché dû à l'impossibilité pour les vendeurs de concéder les primes exigées par les rares acquéreurs potentiels.

Seule modeste exception à ce refus du risque, le marché des ventes en état futur d'achèvement (VEFA) reprend quelques couleurs. Bien sûr, le phénomène reste timide. Les trois VEFA qui ont par exemple animé le troisième trimestre 2011 ne représentent, à elles toutes, qu'un peu moins de 200 millions d'euros, soit à peine 8% du volume d'investissement trimestriel. Et, si ces trois acquisitions concernent des actifs lancés en blanc, force est de constater que les principales transactions portent sur des programmes mis à l'abri de l'aléa locatif. Un exemple en est fourni par l'acquisition par DEKA auprès de Nexity, pour plus de 300 millions d'euros, des 31 800 m² du 19-29 rue de Vienne/38-46 rue du Rocher (Paris 8^{ème}), dont près de la moitié des surfaces seraient d'ores et déjà sécurisées. Au total, les surfaces lancées en blanc au travers de ces VEFA restent limitées. Le retour à un véritable choix d'offres neuves ou restructurées pour les utilisateurs n'est donc pas pour demain...

^[2] John Maynard Keynes, *Théorie générale de l'emploi, de l'intérêt et de la monnaie*, chapitre 12 (publication en 1936).

La quête du "zéro risque" limite aussi les possibilités de cessions de grands actifs. Pour le vendeur, mettre sur le marché un immeuble ou un portefeuille important, c'est risquer de s'exposer en cas d'échec de la vente ou de termes moins favorables que ceux escomptés. Les acquéreurs potentiels craignent de leur côté de mettre tous leurs œufs dans le même panier. Et ceux qui s'engagent évitent de le faire seuls. Illustration en est faite avec la récente vente par HRO des 63 000 m² de River Ouest à Bezons. C'est un "club deal" réunissant la Caisse des Dépôts et Consignations, le Crédit Agricole et Scor, qui s'est porté acquéreur pour plus de 360 millions d'euros.

Bien sûr, les limites du segment des grandes acquisitions ne ressortent pas clairement dans les chiffres : la transaction Norges Bank/Axa, avec ses 700 millions d'euros, a gonflé la part de ces opérations de plus de 100 millions d'euros en la faisant remonter à 44% des volumes investis depuis le début de l'année (soit exactement le même niveau qu'en 2010). Mais sans cette transaction bien particulière, cette part serait restée équivalente à ce qu'elle représentait au premier semestre 2011, à savoir un tiers seulement des volumes recensés. Le marché parisien n'a pas pour l'instant réellement démontré sa capacité d'absorption des grandes opérations – capacité qui sera un enjeu majeur de la tenue du marché dans les prochains mois (voir "Perspectives").

Le marché parisien reste en outre entravé par la rareté des actifs de commerce proposés en cession - surfaces qui sont généralement classées parmi les meilleurs actifs de résistance, surtout sur les principales artères commerçantes de la capitale. Du coup, plus encore qu'en 2010, le marché se concentre sur les actifs de bureaux, qui représentent 88% des montants investis en Ile-de-France depuis le début 2011 (contre 76% l'année dernière).

Les résultats du troisième trimestre 2011, avec là encore la transaction Norges Bank, ont enfin eu pour conséquence de masquer une tendance lourde de ces derniers mois, à savoir une plus grande liberté d'allocation géographique des fonds investis. Paris intra-muros a ainsi concentré 43% des montants placés en Ile-de-France depuis le début de l'année, dont 26% sur le QCA. Bien qu'elle ne soit pas remontée aux niveaux observés jusqu'à la mi-2010, la part respective de ces secteurs est plus importante qu'elle ne l'était sur l'ensemble de l'année 2010 : elle s'élevait en effet alors à 35% et 21%. Autre secteur à succès depuis le début de l'année 2011, le Croissant Ouest monte en puissance, avec 28% des sommes investies de juin à septembre 2011 contre 17% l'année dernière. Il a bénéficié à la fois de la transaction Norges Bank et de la prise en compte de l'acquisition de la tour Horizons, à Boulogne-Billancourt, par Gecina.



Reste que la tendance de fond demeure. La cession de River Ouest, immeuble "core" mais localisé à Bezons (deuxième couronne), en fournit une parfaite illustration. Le critère d'adresse est de moins en moins prédominant pour les investisseurs, qui se concentrent davantage sur les qualités intrinsèques des immeubles. C'est d'ailleurs, depuis un an, le principal bol d'air apporté au marché de la région parisienne, en manque cruel d'actifs séduisants proposés à la vente.

Les acheteurs

Les bons résultats du marché de l'investissement depuis le début de l'année 2011 masquent un recul : celui des acquéreurs étrangers. Ils étaient redevenus majoritaires en 2010, marquant un retour à la normale. La forte internationalisation est en effet une des caractéristiques les plus marquantes du marché en région parisienne. Les investisseurs internationaux ont régulièrement représenté jusqu'à 70% des montants investis. Cette tendance avait été uniquement contredite en 2008 et 2009, en pleine tourmente financière, puisque la part de placements provenant de l'étranger était retombée autour de 45%. Avant même les événements boursiers et financiers de cet été, la "réinternationalisation" du marché d'Ile-de-France s'est interrompue. Les fonds d'origine étrangère ne représentent que 41% des sommes investies depuis le début de l'année.

Non que les acquéreurs étrangers aient fui ou que la place parisienne ait perdu la confiance hors de nos frontières mais le nouvel appétit de certains acteurs français pour les actifs immobiliers en région parisienne n'a pas été suivi par les investisseurs étrangers dans les mêmes proportions.

Cette réalité est bien sûr à relativiser tant il est vrai que le critère de nationalité devient inopérant pour décrire les acteurs de ce marché. Un acquéreur peut agir en nom propre ou pour le compte de tiers, il peut aussi intervenir au travers d'une ou de plusieurs de ses multiples structures, chargée de collecter et de placer des fonds d'origines diverses. La nationalité ne décrit plus vraiment un marché qui s'est mondialisé en même temps que ses acteurs et qui s'est complexifié en même temps qu'il se financiarisait.

Toutefois, cette poussée des acteurs domestiques révèle une évolution importante pour la structuration du marché de l'investissement : la volonté des investisseurs institutionnels, à commencer par les compagnies d'assurance et les caisses de retraite, d'augmenter leurs allocations d'actifs en immobilier. En assurant des rémunérations garanties à leurs clients, ces structures s'obligent à sécuriser autant que possible leurs propres revenus sur le long terme. Le contexte d'instabilité boursière qui prévaut depuis 2007 et la chute des placements obligataires (notamment pour les obligations d'état) ont augmenté l'intérêt des actifs immobiliers. Ceux-ci émergent par contrecoup en îlot de stabilité. L'augmentation de leur part dans le bilan des investisseurs institutionnels était une stratégie clairement affichée depuis au moins deux ou trois ans. Elle commence vraiment à donner sa mesure aujourd'hui. Sans doute par souci de sécurité et de facilité, ces investisseurs privilégient d'abord leurs marchés domestiques. Mais il n'est pas certain qu'un tel tropisme perdure. Pour preuve, Norges Bank, qui gère le fonds de pension du gouvernement norvégien, vient de placer 700 millions d'euros dans un portefeuille "parisien" d'Axa. Et l'assureur français a annoncé que cette cession de parts visait à lui permettre de dégager des capitaux en Europe en vue de constituer un portefeuille plus diversifié sur le plan géographique.

Il est donc probable que l'internationalisation du marché reparte de l'avant dans les prochains mois, avec l'apparition de nouveaux noms, alléchés par la sécurité offerte tant par les actifs immobiliers en général que par la région parisienne en particulier.

Les prix et les rendements

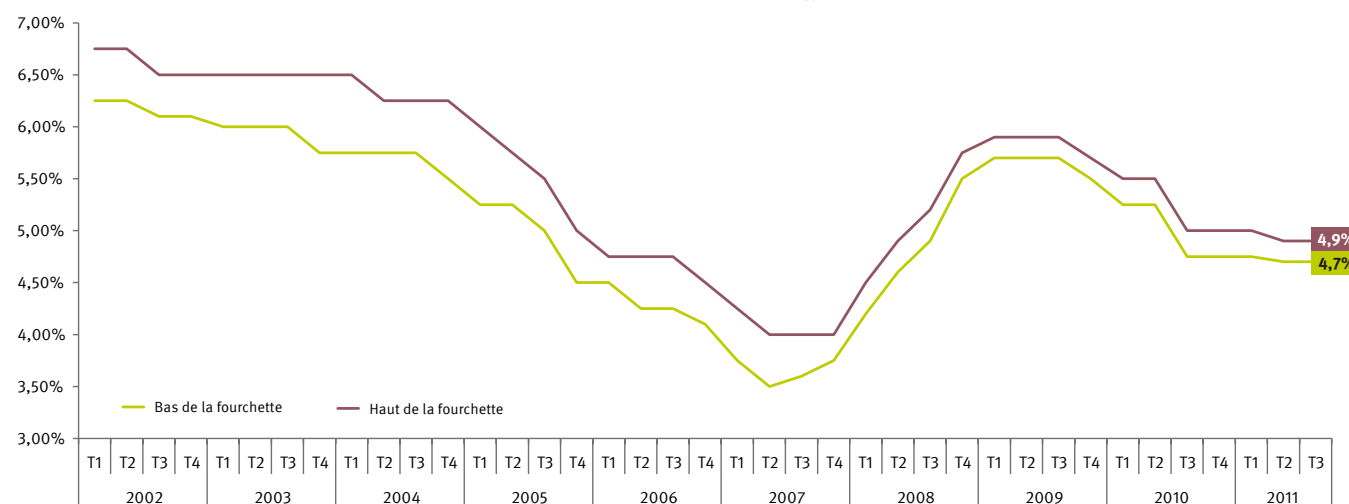
Si une très légère compression a été observée sur les taux de rendement "prime" du Quartier Central des Affaires au troisième trimestre 2011, elle est uniquement le fait d'investisseurs privés. Ceux-ci se placent en effet dans une stratégie de long terme et sont prêts à mettre le prix pour se constituer un patrimoine d'actifs "core". Ces immeubles constituent à leurs yeux, tout comme les œuvres d'art reconnues ou certains vignobles, quelques-uns des rares "hard assets" aujourd'hui disponibles. Cette compression permet désormais d'inscrire les taux de rendement "prime" des actifs de bureaux dans une fourchette comprise entre 4,60 et 4,75% sur le QCA. Mais le marché institutionnel reste, la plupart du temps, au-dessus du seuil symbolique des 5,00%.

De fait, les neuf premiers mois de l'année se caractérisent avant tout par la stabilité des taux de rendement pour les actifs les plus recherchés. Les baisses sur les taux "prime", qui signaient le retour d'appétit des acquéreurs, sont intervenues à la fin 2009 et ont duré jusqu'à l'automne 2010. Elles ne sont plus d'actualité. Hormis la légère compression de 15 points de base sur le QCA évoquée plus haut, les taux "prime" sont restés accrochés à leurs valeurs de début d'année. Non seulement le marché est malthusien quant à la qualité des actifs cédés mais les acquéreurs refusent de se lancer dans une escalade des prix : sans doute la crainte de rebuter banquiers et financiers joue-t-elle ici tout son rôle.

En attendant que les marchés financiers retrouvent leurs esprits, il semble exclu que les taux puissent reprendre leur course à la baisse. Il faut dire qu'elle avait été très importante auparavant. Il y a deux ans, la fourchette des rendements prime" sur le QCA s'établissait en effet entre 5,70 et 5,90%, soit 110 points de base de plus qu'aujourd'hui.

Évolution des taux de rendement "Prime" sur Paris Quartier Central des Affaires (en %)

Source : Knight Frank



Le QCA se situe désormais aux niveaux qui étaient les siens à la mi-2008, avant la panique qui a suivi la faillite d'une grande banque d'affaires américaine mais après le premier grand coup de semonce que fut la crise des "subprimes". Une véritable situation intermédiaire qui convient aux périodes d'incertitude.

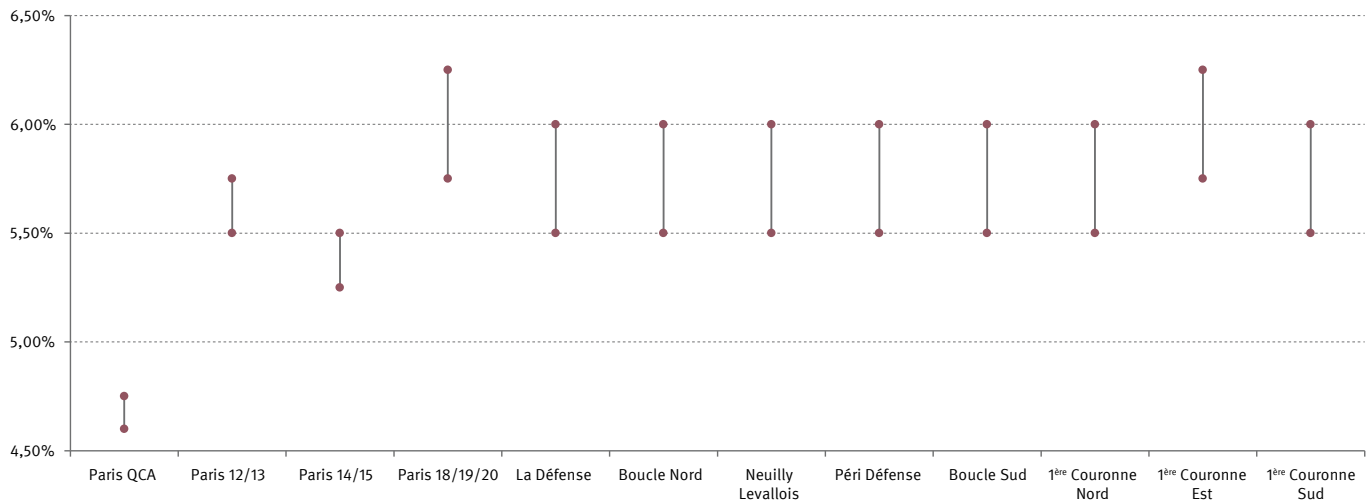
Sur les autres marchés de la région parisienne, la tendance est identique bien qu'elle reste parfois "théorique" en raison de la rareté des références de cessions d'immeubles.

Cette rareté, liée au faible nombre d'actifs "core" proposés à la vente, a encouragé une autre évolution majeure du marché de l'investissement, déjà évoquée ici : la remise en cause de la notion de marchés phares, avec la désacralisation de l'adresse au profit des qualités intrinsèques de l'immeuble et de son locataire.

Les investisseurs privilégient avant tout la performance technique de l'actif, la solidité du locataire et la durée des engagements locatifs. L'emplacement géographique n'est plus qu'un critère parmi d'autres. L'acquisition du River Ouest à Bezons en est l'éclatante illustration. De fait, l'écrasement de l'écart des taux "prime" entre les différents marchés, tel qu'observé en 2010, n'a pas été remis en cause dans la phase actuelle.

Fourchette de rendement "Prime" par secteurs géographiques (en %)

Source : Knight Frank



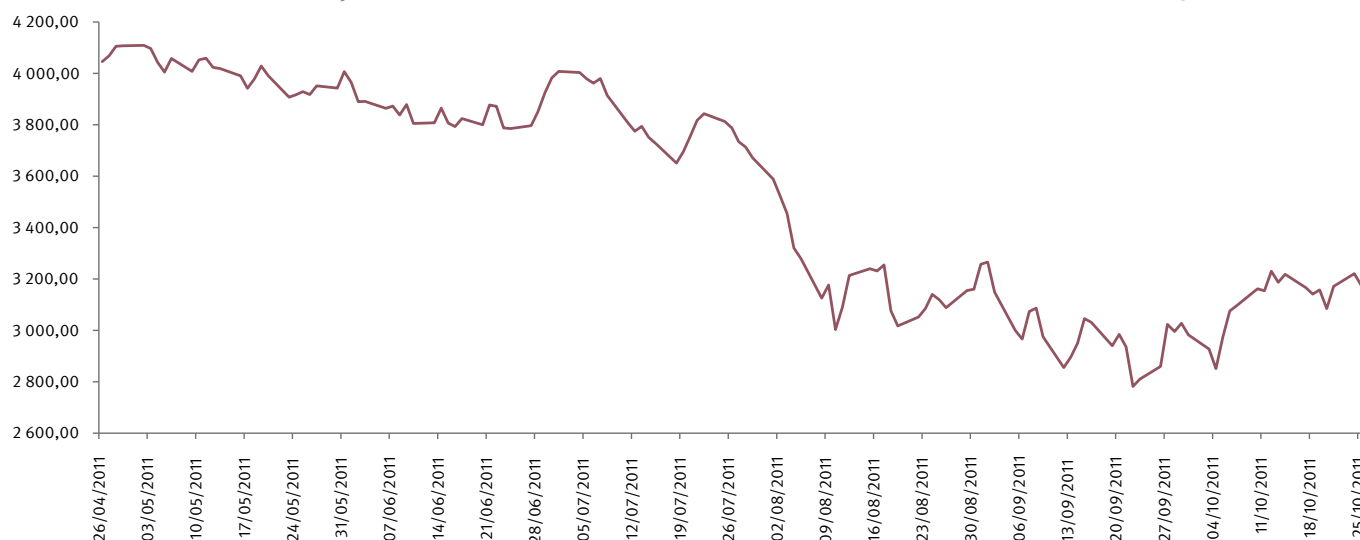
A l'inverse, en dehors du segment "core", il devient quasiment impossible de procéder à une cession d'actif, et ce quelle qu'en soit l'adresse, sans consentir des primes de risque considérables qui font ressortir des taux de rendement très élevés. La segmentation est une fois encore ici le maître mot du marché parisien.

PERSPECTIVES

Les nations sont tombées de leur piédestal. Avec elles, les emprunts d'état, jusque-là considérés comme la classe d'actifs la plus sécurisée, se sont mués en nitroglycérine, menaçant d'exploser à chaque instant. Comme l'écrit ici Daniel Cohen, ils brûlent les doigts des investisseurs et abiment le bilan des banques. Un état ne pouvait pas faire faillite ? Et pourtant, il faudra bien restructurer la dette grecque. Et s'il n'y avait pas que la Grèce ? Et nos banques, longtemps si fières et si fiables, pourront-elles y survivre ? A ce petit jeu, où la psychologie des acteurs compte tout autant que la réalité des périls, les réflexes moutonniers et les surréactions provoquent des dégâts tout aussi dévastateurs que les dangers eux-mêmes. Il faut dire que le choc est de taille. C'est tout un système de représentation des valeurs qui se trouve fragilisé, confronté à ce qui n'était que l'illusion de la performance. Dans ce contexte, le sang-froid menace de manquer. La valeur des plus grandes sociétés cotées à la bourse de Paris a perdu près de 20% en six mois, au travers de l'indice CAC 40. Le cours des banques s'est effondré durant l'été dernier, en perdant parfois jusqu'à 15% en une séance.

Evolution de l'indice CAC 40 depuis six mois (Cours à la clôture de la séance)

Sources : Knight Frank/Euronext



Il y a une part d'irrationnel dans ces mouvements. La spéculation, plus ou moins savamment entretenue à force de rumeurs et de simples racontars, a largement amplifié les mouvements boursiers, notamment sur les titres bancaires. Si les régulateurs à Paris, Madrid, Milan ou Bruxelles ont interdit en août pour 15 jours les ventes à découvert^[3] sur plusieurs titres de banques, c'est qu'ils étaient convaincus du rôle malveillant de quelques acteurs. Ils ont permis que cessent pour un temps certains bruits infondés. Désormais, la France et l'Allemagne souhaitent limiter autant que possible ces mêmes ventes à découvert sur les emprunts d'état. Reste que la meilleure arme contre l'irrationnel demeure la confiance et que le chemin semble encore long avant qu'elle puisse être restaurée.

Dans ce maelstrom, nous l'avons vu, le marché de l'investissement en immobilier d'entreprise tient bon. Il tient même bien mieux que nous avions pu le craindre cet été. Plus de 2,4 milliards d'euros ont été placés en actifs tertiaires sur la région parisienne au cours du troisième trimestre 2011.

Bien sûr, les délais nécessaires à la conclusion des transactions font que le marché n'a pas encore répercuté la tourmente financière. Mais surtout, il se confirme une fois de plus que l'instabilité est favorable aux valeurs dites refuges. Le pétrole, l'or, le vin, l'art ont le vent en poupe.

^[3] Les ventes à découvert consistent pour un opérateur à prendre des positions courtes sur des produits financiers qu'il n'a pas en possession. Il vend à sa valeur du jour un produit qu'il n'a pas encore acheté en pariant sur sa baisse. Les ventes à découvert amplifient ainsi les fluctuations de cours.

Alcora, qui a supplanté De Beers comme premier producteur mondial de diamants, vient par exemple d'annoncer avoir multiplié son bénéfice net semestriel par cinq depuis 2009. Les prix des œuvres d'art contemporain ont atteint des sommets lors de la dernière FIAC^[4] à Paris. Les investisseurs se tournent résolument vers ce que les Anglo-Saxons appellent les "hard assets", c'est-à-dire tous les actifs qui ont une valeur intrinsèque, presque matérielle. Face à l'illusion de la performance, on recherche la sécurité et la confiance. L'immobilier de rapport profite de ce phénomène. La pierre, même si elle est de verre et d'acier, est résolument une valeur refuge : l'indice du coût de la construction, qui sert d'étalon à la révision des loyers de bureaux en cours de bail, affiche par exemple une hausse de 5,01% en glissement annuel au deuxième trimestre 2011. Peu d'actifs peuvent offrir une telle performance dans le contexte actuel. Détenir des actifs immobiliers est donc perçu comme un gage de stabilité. La volonté affichée par nombre d'investisseurs institutionnels d'augmenter la part des actifs immobiliers dans leur bilan illustre parfaitement cette réalité. Les compagnies d'assurance et de réassurance sont par exemple encouragées à le faire par la réforme réglementaire européenne, dite "Solvabilité 2" (ou "Solvency 2" en anglais), qui vise à adapter leurs fonds propres à la réalité des risques encourus dans leur activité. Il n'y a donc aucune raison d'anticiper une désertion à court ou moyen terme du marché de l'investissement immobilier.

Et ce d'autant qu'un facteur conjoncturel devrait le dynamiser, à savoir la disparition annoncée de l'avantage SIIC/OPCI prévu à l'article 210 E du Code général des impôts. Celui-ci permet au cédant de bénéficier d'une imposition réduite sur ses plus-values en cas de vente à une personne morale faisant appel public à l'épargne. Cette disposition s'éteint en fin d'année, ce qui devrait accélérer les cessions au cours du quatrième trimestre 2011.

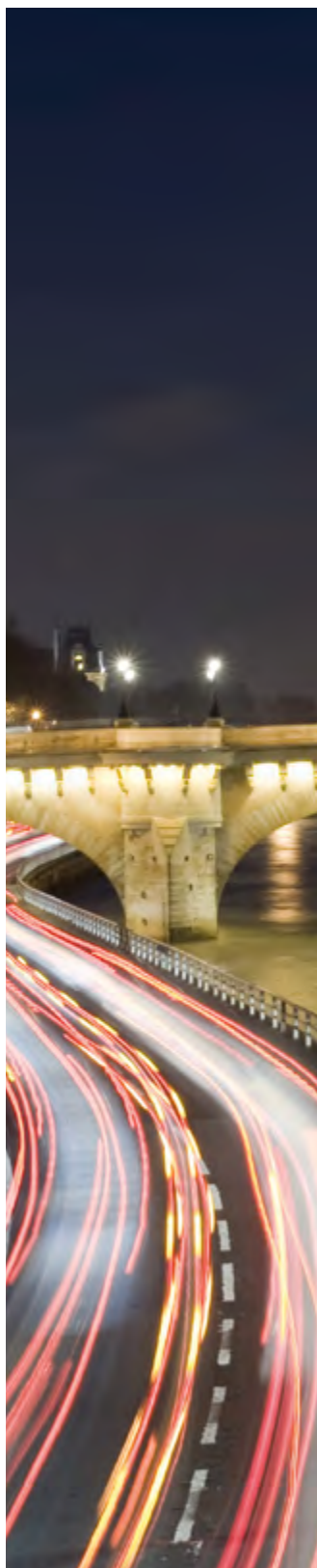
Du coup, la fin d'année 2011 devrait être plus dynamique que prévu. Le marché de l'investissement tertiaire pourrait ainsi légèrement dépasser en année pleine les 8,75 milliards d'euros enregistrés sur 2010 et s'installer au-dessus de la barre des 9 milliards d'euros.

Il serait par contre naïf de croire que les événements financiers en cours resteront sans conséquences, tout simplement parce que les banques n'en sortiront pas indemnes. Placées sous surveillance, elles manifesteront plus que jamais leur aversion du risque et les conditions de financement en seront durcies. Priorité devrait ainsi continuer d'être accordée aux actifs "core" et aux investisseurs apportant de solides garanties par leurs fonds propres. On pourrait même assister à un resserrement du ratio "loan to value" (LTV) autour ou en dessous de 50%, y compris pour les acquisitions les plus sécurisées.

Cette prudence des banques pourrait en outre mettre hors-jeu certains acteurs qui auront le plus grand mal à refinancer leurs actifs lorsque la valeur d'expertise est passée en dessous de l'encours de la dette qui avait permis leur acquisition. Ceci devrait conduire à des cessions. L'augmentation du nombre des mises en vente sera en outre encouragée par la fermeture programmée de fonds, à commencer par certains fonds ouverts allemands qui vont se désengager du marché. C'est toute la question des actifs "distressed" qui revient ici sous les feux de l'actualité. Longtemps attendus, jamais vraiment observés sur le marché de la région parisienne, ils peuvent devenir une réalité et un des nouveaux moteurs de l'activité à l'investissement.

Le segment des grands actifs et des grands portefeuilles est tout particulièrement concerné. Longtemps mis sous étoffage, il frémit de nouveau. Il demeure toutefois handicapé par l'appréhension des acquéreurs potentiels à immobiliser une trop grande part de leur bilan sur trop peu d'actifs. Une solution, déjà utilisée pour l'acquisition de River Ouest et appelée à se développer, est le "club deal".

^[4] Foire Internationale d'Art Contemporain



Les acheteurs s'associent et partagent le risque porté par l'actif. Mais cette solution est lourde à mettre en œuvre et elle ne peut être la panacée. L'enjeu est ici la capacité d'absorption de ces grands actifs par le marché de la région parisienne, capacité qui n'est pas démontrée aujourd'hui. Une seule chose est sûre : les négociations de vente seront longues et elles seront dures, sans que le cédant soit assuré des conditions dans lesquelles elles se clôtureront. Le sang-froid sera ici déterminant pour éviter la casse sur les prix.

La capacité de la région parisienne à attirer le "nouvel argent" est un défi majeur dans ce contexte. On le sait, les disponibilités financières au Proche et en Extrême-Orient, comme dans l'ensemble du monde émergent, sont gigantesques. Leurs gestionnaires sont à la recherche de placements et se sont, à ce titre, déjà positionnés sur l'investissement tertiaire londonien. Sur le continent, le fonds de pension sud-coréen (NPS) a réalisé, dès 2010, la plus grosse acquisition européenne de l'année avec le Sony Center de Berlin. C'est de l'arrivée de ces nouveaux acteurs à Paris que dépendra, pour une grande part, la capacité d'absorption des grands actifs à la vente. A ce titre, l'arrivée d'un nouveau venu tel que Norges Bank est pleine d'espoir.

L'année 2012 devrait donc voir une configuration de marché totalement différente se dessiner, avec davantage d'actifs à la vente et de nouveaux acheteurs. Le temps que ce nouveau modèle se rode, un creux d'activité sur le marché est à anticiper. Cela ne signifie pas un effondrement, pour toutes les raisons que nous avons vues précédemment. Mais il est possible que les volumes d'investissement en fin d'année ne soient pas aussi élevés qu'en 2010 et 2011.

Pour ce qui concerne les taux de rendement, le contexte d'incertitude économique et financière n'est pas favorable à une reprise de la baisse, hormis sur quelques actifs haut de gamme de petite taille et très sécurisés, constituant une cible potentielle pour des investisseurs privés à la recherche de placements refuges.

En dehors de cette configuration particulière, l'hypothèse la plus probable est celle d'une stabilisation des taux "prime" autour de leurs niveaux actuels, les actifs "core" restant les plus recherchés. Pour les autres actifs, jugés moins haut de gamme et moins sécurisés, les taux devraient poursuivre leur remontée, celle-ci étant d'autant plus forte que le nombre d'acquéreurs potentiels sera réduit et que le financement de l'acquisition se révélera compliqué.

Nouveaux acteurs, nombreux actifs, fragmentation des valeurs... La simplicité n'est pas pour demain. Mais de réelles opportunités s'ouvrent aux acteurs qui sauront calmement construire leur stratégie propre, loin des foucades collectives. La confiance avec laquelle les marchés financiers mondiaux ont accueilli les résultats du sommet européen du 27 octobre 2011 sur le règlement de la crise grecque et la recapitalisation des banques peut les y aider. Ceci d'autant que l'accord prévoit d'ouvrir les solutions aux capitaux non européens, notamment chinois. Il faudra bien sûr que cette confiance perdure. Mais si c'est le cas, en stabilisant et en ouvrant la zone euro aux fonds émergents, elle constituera une formidable opportunité pour la place parisienne. Car à l'échelle de la zone euro, Paris reste sans rival en matière d'investissement immobilier tertiaire.

GRAND TÉMOIN : CHRISTIAN DELAIRE

Christian Delaire est Directeur Général d'AEW Europe



L'investissement en immobilier tertiaire a progressivement retrouvé de la vigueur entre 2010 et le premier semestre 2011. A vos yeux, quel peut-être l'impact des turbulences financières de cet été pour le financement des futures acquisitions et pour le volume global d'activité ?

Notre avis est que le volume d'investissement global ne devrait pas être affecté. En effet, si certains investisseurs ont gelé leur programme d'investissement, d'autres l'ont maintenu ou augmenté. Pour ces derniers, l'immobilier, et plus particulièrement l'immobilier "core", représente une valeur refuge : actif réel, offrant une valeur résiduelle substantielle, sur lesquels les cash-flows sont relativement prévisibles et - et ce n'est pas neutre dans l'environnement actuel - fournissant une bonne couverture contre les risques d'inflation.

Le marché des financements "post turbulences de l'été" est plus compliqué. Le "deleveraging" (désendettement) se poursuit et s'accélère. C'est vrai pour les emprunteurs, et pour les prêteurs. Pour ces derniers, on assiste à une vraie transformation du marché de la dette immobilière en Europe, avec certains acteurs traditionnels qui restent actifs, d'autres qui sont en train de se retirer du marché, et des nouveaux acteurs (fonds de dettes notamment) qui font leur apparition, un peu à l'image de ce qui s'était passé aux Etats-Unis au début des années 1990.

Quelle que soit la source du financement, les prêteurs sont devenus extrêmement sélectifs, et n'acceptent de financer que des actifs sécurisés, détenus par des gestionnaires ou investisseurs fiables, équipés, et performants. Le vieil adage "on ne prête qu'aux riches" n'a jamais été aussi vrai.

Les investisseurs, fuyant le risque, ont pris pour habitude de jeter leur dévolu sur les actifs dits "core". Mais la définition du "core" vous paraît-elle intangible ou est-elle au contraire appelée à évoluer ?

Si la définition de ce qu'est un fonds "core" est maintenant clarifiée (cf travaux récents de l'INREV), la définition de ce qu'est un actif "core" reste très variable d'un investisseur à un autre. Pour certains, un actif ne sera "core" que si ses flux locatifs sont sécurisés pour une durée assez longue. Sans contester l'importance des flux locatifs, nous pensons chez AEW Europe qu'un actif est "core" quand il est bien situé, bien construit, bien desservi et qu'il correspond à la demande des utilisateurs. Cela signifie concrètement que nous sommes prêts à prendre des risques locatifs sur des actifs qui le méritent. Sachant en outre que tout flux locatifs sécurisé a une date de fin théorique, et qu'il faudra de toutes façons gérer un risque locatif un jour.

L'arrivée sur le marché d'actifs "distressed", attendue, crainte ou espérée depuis deux ou trois ans, tient jusqu'à présent de l'arlésienne. Croyez-vous qu'elle puisse se concrétiser dans notre nouvel environnement financier et bancaire et sous quelle forme? Pour quels investisseurs peut-elle constituer aujourd'hui une opportunité ?

Je ne pense pas que les ventes d'actifs "distressed" soient l'arlésienne du marché de l'immobilier. Il y a des ventes "distressed", mais le problème est que la communication sur ces ventes et sur leur caractère "distressed", est très limitée.

Au cours des trois dernières années, AEW Europe a acheté, dans le cadre de stratégies opportunistes, des actifs en Espagne, en France, en République Tchèque, et en Grande-Bretagne, répondant à de vraies situations de ventes forcées.

Mon avis est que ces ventes vont se développer. Les raisons sont multiples : insuffisance de fonds propres de certains propriétaires, déleverage, liquidation de certains fonds ouverts allemands.

L'observation du marché américain montre que les ventes "distressed" ne sont apparues que tard dans le cycle : depuis 2011 en fait. Le décalage entre les cycles américains et les cycles européens nous fait penser que nous allons rentrer dans une période de ventes "distressed" plus active.

Autant d'opportunités de faire de bonnes affaires pour ceux qui auront les moyens et la réactivité nécessaires pour les saisir.

La difficulté à financer des opérations en blanc, surtout de grande taille, risque d'accroître l'insatisfaction des utilisateurs face à l'offre qui leur est proposée. Comment prendre en compte ce risque et construire des réponses adaptées ?

Le risque que vous décrivez est un vrai risque, mais c'est aussi une façon de s'assurer que le marché ne souffrira pas dans les années à venir de crise de sur-offre ; crise dont le marché français a souffert dans les années 90, ou dont le marché hollandais continue à souffrir aujourd'hui.

Plus généralement, notre politique chez AEW Europe est d'essayer d'anticiper et d'accompagner les besoins des utilisateurs des immeubles que nous gérons. C'est par exemple quelque chose que l'on arrive à bien faire sur nos patrimoines logistiques. C'est finalement la meilleure façon de répondre à votre question, et c'est quelque chose qu'un asset manager de notre taille est capable de faire assez bien.

Le fait est qu'il y a aujourd'hui peu d'opérations lancées en blanc. Néanmoins, en cohérence avec ce que je disais plus haut sur les sujets des actifs "core" et sur celui du risque locatif, nous avons conseillé à certains de nos grands clients de partir "en blanc" sur certains actifs en restructuration. Nous l'avons fait sur un actif de 10 000 m² à Montrouge, ou encore sur une restructuration de 8 000 m² dans le Triangle d'Or. Ces risques, qui nous paraissaient opportuns au vu de la qualité des actifs en question, et de leur localisation, doivent en outre être regardés au niveau du portefeuille immobilier détenu par ces clients. Et comme ces portefeuilles ont des taux d'occupation élevés, on parle de risques marginaux, et très gérables.

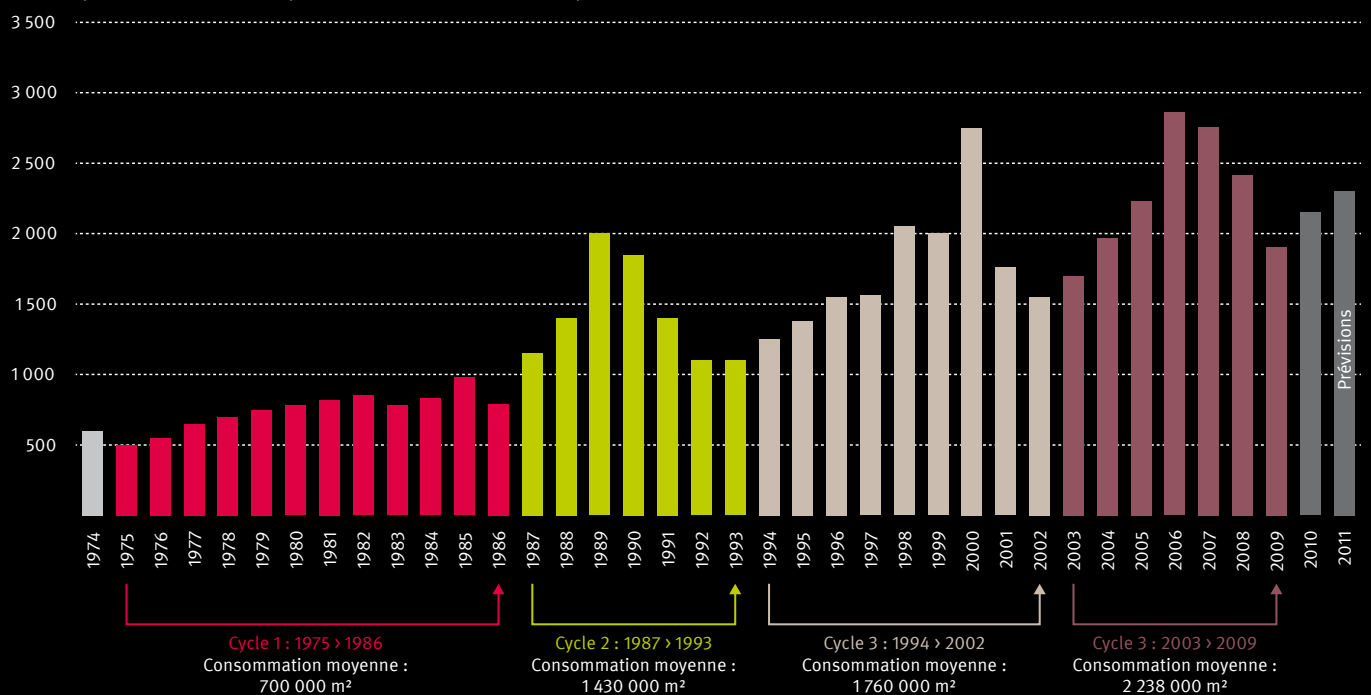


RÉTROSPECTIVES

Histoires sans paroles

Historique de la demande placée en Ile-de-France depuis 1974 (en milliers de m²)

Source : Knight Frank



Historique des loyers haut de gamme sur Paris QCA depuis 1974 (en € HT HC/m²/an)

Source : Knight Frank



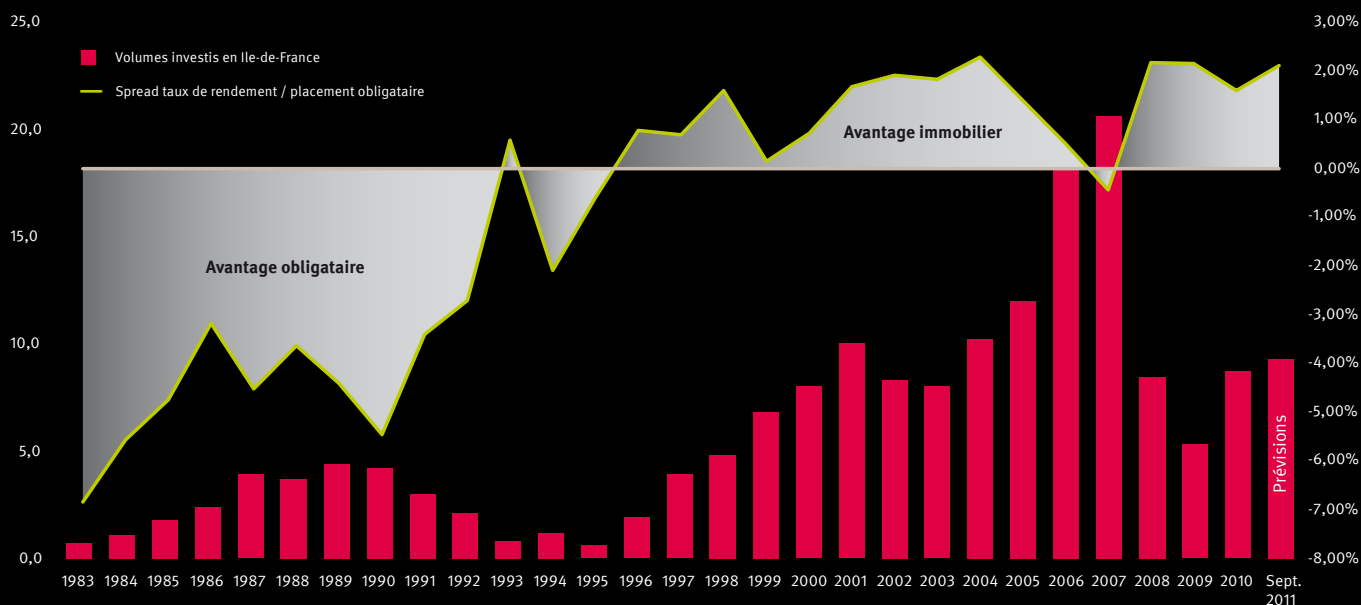
Historique des taux de rendement "Prime" (en %)

Source : Knight Frank



Historique des volumes investis en Ile-de-France et du spread taux de rendement/placement obligataires

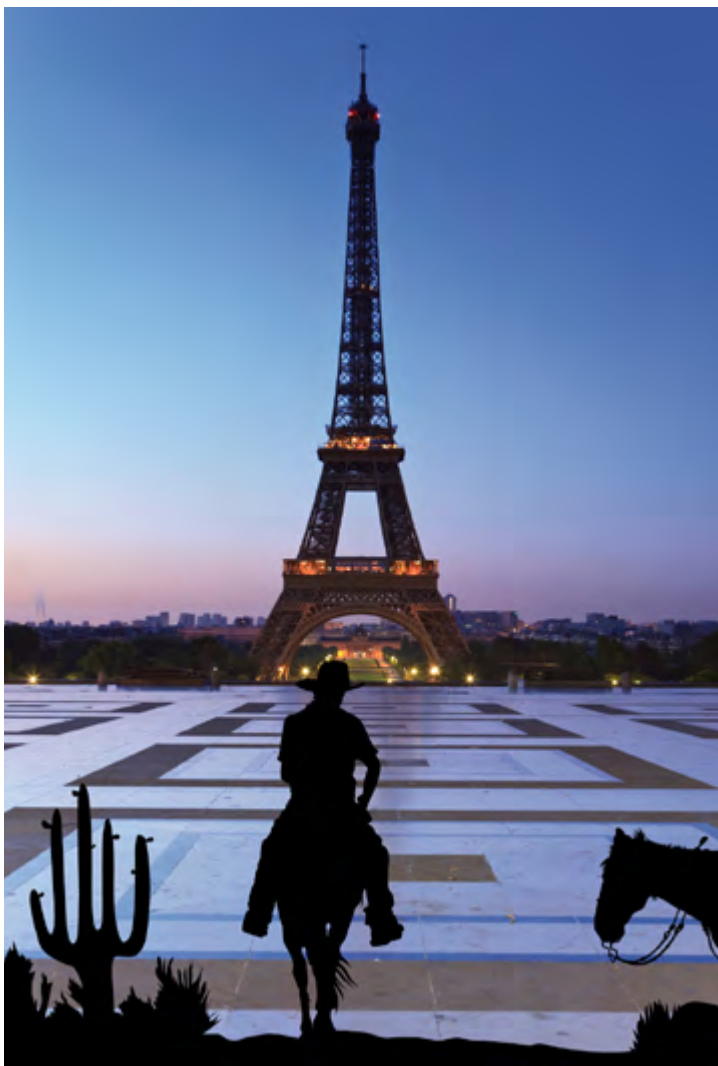
Sources : Knight Frank, CDC - Comité de normalisation obligataire



Nota : le taux de rendement correspond au taux de rendement "Prime" (valeur intermédiaire de la fourchette) sur le QCA. Le placement obligataire correspond à l'OAT TME de 1983 à 1995 puis TEC 10 à partir de 1996.

LE MARCHÉ DES COMMERCES

Un Américain à Paris



Le marché en grandes lignes

- ◆ Paris attire un nombre toujours plus important de marques et d'enseignes étrangères qui, absentes jusque-là de la capitale française, s'y implantent ou cherchent à s'y implanter.
- ◆ Les grands groupes de "mass market" continuent de développer des projets au cœur de Paris, parfois sur de grandes surfaces.
- ◆ Tous se positionnent sur les emplacements numéro un, pour lesquels la compétition est rude, entraînant une poussée des loyers au cours de l'année écoulée.
- ◆ La segmentation entre les emplacements numéro un et les autres est le maître mot du marché parisien des commerces.
- ◆ L'été 2011 a été maussade en termes de chiffre d'affaires et les inquiétudes se font de plus en plus nombreuses sur la tenue de la consommation des ménages au cours des prochains mois.
- ◆ Cette atmosphère anxiogène est susceptible de freiner les nouvelles ouvertures de boutiques et de modérer certains loyers.

TENDANCES

Un Américain, ou plutôt des Américains. Mais aussi des Canadiens, des Italiens, des Japonais ou des Espagnols. En attendant peut-être des Chinois, des Brésiliens ou des Indiens. Dans le village mondial, Paris s'impose comme un centre commercial incontournable. Paris est la grand-rue dans laquelle il faut ouvrir boutique pour compter face à la concurrence et se faire un nom. C'est la grand-rue qui offre aussi de nouveaux horizons à des enseignes lointaines dont le marché domestique est à saturation.

Près de six mois après son ouverture, le vaisseau amiral d'Abercrombie & Fitch, sur les Champs-Élysées, ne désemplit pas. Touristes et consommateurs français avides de nouveautés d'outre atlantique s'y précipitent. Gap suit l'exemple. A la recherche d'un nouveau souffle sur le marché français, la griffe américaine ouvrira prochainement, sur les Champs-Élysées elle aussi, la première boutique de sa marque chic et BCBG : Banana Republic. Née à Toronto, Ports International débarque à Paris avec Ports 1961, son versant le plus pointu, dans l'une des deux boutiques du Mandarin Oriental, le nouveau palace de la rue Saint-Honoré. Elle y voisinera avec DSquared². Soutenue par l'italien Diesel, cette marque a été fondée à Milan en 1994 par deux frères jumeaux canadiens, Dean et Dan Caten, originaires eux aussi de Toronto et qui avaient préalablement travaillé six ans durant pour... Ports International. Oui le monde du commerce est un village et Paris sa grand-rue, où tous se connaissent, se croisent et se concurrencent.

Et le mouvement n'est pas près de s'arrêter. Les Canadiens, décidément très actifs, seront rejoints dès l'an prochain par Club Monaco, satisfait de son tour de chauffe parisien au travers de son espace aux Galeries Lafayette. La chaîne britannique Prêt à Manger initie quant à elle son développement dans la capitale française tandis que l'espagnol Desigual renforce le sien.

D'autres marques, d'horizons plus nouveaux encore, pointent le bout du nez et tâtent le terrain parisien grâce à ces "corners" dans les grands magasins, aux "pop-up stores", à internet ou à diverses manifestations. Le Meurice, palace mythique de Paris, organisait en septembre 2011 son premier festival brésilien, occasion de faire découvrir des noms tels que Rosa Kanno ou Mabel Magalhaes. Des noms dont certains devraient prendre adresse à Paris au cours des prochaines années, peut-être avec d'autres, de J. Crew à Osklen. Ils rejoindraient alors Viktoria Bagryantseva qui fait une entrée remarquée avec sa griffe Lyubov (amour en russe), entre sa boutique de la rue Cambon et son "pop-up store" dans l'ancienne station-service de la rue Saint-Honoré. Lyubov qui promeut à l'occasion d'autres créations, tels que les bijoux de Shourouk.

Paris, ville ouverte à tous les vents du monde, se retrouve au centre du faisceau international grâce à l'attention qu'elle suscite tant chez les créatifs que chez les commerciaux. C'est cette attention qui anime son marché. Jaeger LeCoultre s'agrandit sur la place Vendôme et fera bientôt face à un nouveau venu : Louis Vuitton Joaillerie. Levi's investit les Champs-Élysées. Emporio Armani s'affichera de son côté rue Saint-Honoré, en face du Mandarin Oriental et à quelques pas de Michael Kors. Et c'est cette attention qui permet aussi de faire briller de nouveau des étoiles bien de chez nous, que l'on croyait déclinantes. C'est ainsi appuyé par le coréen EXR que Jean-Charles de Castelbajac repart de l'avant. Le couturier, qui avait connu son heure de gloire dans les années 1970 et 1980, s'est mué en icône "rétro-futuriste" et parle aujourd'hui de l'ouverture de nouvelles boutiques.

Toutes ces griffes, toutes ces enseignes ont un point commun. Elles interviennent sur les segments du moyen et du haut de gamme, voire du luxe. Elles tendent donc à se concentrer sur les emplacements numéro un, sur les meilleures artères commerçantes de la capitale française. Champs-Élysées, Faubourg Saint-Honoré, rue Saint-Honoré, avenue Montaigne, Saint-Germain-des-Prés... Ces noms, avec quelques autres, apparaissent comme autant de sésames pour affirmer une marque.

Conséquence directe, les emplacements sont rares. Ils le sont d'autant plus que d'autres postulants peuvent prétendre à ces emplacements. Les marques moyen et haut de gamme peuvent ainsi se retrouver en compétition avec de très grands groupes de "mass market" cherchant à relancer une enseigne vieillissante et/ou à remonter en gamme afin de restaurer des niveaux de marge plus élevés.

C'est ainsi que C&A ouvrira son nouveau "flagship" parisien en lieu et place de Madelios, sur près de 3 800 m² à deux pas de la Madeleine, à côté du tout nouveau Sephora. Fondée en 1841, l'enseigne d'origine hollandaise cherchera certainement à l'occasion de cette ouverture le souffle d'un renouveau. Une stratégie à la Morgan en quelque sorte. Morgan, enseigne en difficulté dans les années 2000, s'est repositionnée en mettant l'accent sur sa création interne, suite à la reprise par le groupe Beaumanoir. La réussite est au rendez-vous puisque l'enseigne a doublé son chiffre d'affaires depuis 2009. Cette résurrection se matérialise aujourd'hui par l'inauguration de son nouveau navire amiral sur les Champs-Élysées.

Place de la Madeleine, de l'autre côté du futur C&A, Carrefour va créer en 2012 un concept unique, les Halles de la Madeleine. Sur 3 200 m² en rez-de-chaussée et sous-sol de l'ancien garage du Palacio ouvrira une grande surface alimentaire haut de gamme, accompagnée en étage par un restaurant s'étendant sur près de 2 000 m². Carrefour rejoindra ainsi Fauchon ou Hédiard sur la place qui fut longtemps le haut lieu de la gastronomie parisienne – tradition qui s'était un peu perdue au fil des années et qui pourrait étonnamment resurgir avec l'arrivée du numéro deux mondial de la grande distribution.

C'est en effet qu'il vaut mieux avoir les reins solides pour s'implanter sur un de ces lieux mythiques du commerce. Nous l'avons dit, les emplacements numéro un y sont rares. Cette rareté se vérifie aussi bien en petite, qu'en moyenne ou grande surface. Ils sont donc chers, parfois très chers.

Les loyers en zone A se situent ainsi régulièrement entre 4 500 et 7 000 €/m²/an sur la rue Saint-Honoré, entre 6 000 et 8 500 € sur la rue du Faubourg Saint-Honoré et entre 7 000 € et 10 000 € avenue Montaigne. Leur moyenne s'établit à plus de 7 000 € sur les Champs-Élysées, sachant que les valeurs en zone A dépassent toujours les 10 000 € sur le trottoir pair de la célèbre avenue. Même à de telles valeurs, les emplacements jugés les meilleurs ont des marges d'augmentation. La hausse est ainsi de l'ordre de 15% en un an sur le trottoir impair des Champs-Élysées.

Le manque d'opportunités d'implantation permet d'ailleurs l'émergence de nouveaux quartiers commerciaux. Au terme d'une évolution engagée il y a une dizaine d'années par quelques créateurs et des marques très pointues rue de Bretagne, rue de Poitou ou rue Vieille du Temple (3^{ème} arrondissement), le Marais accède au statut de véritable emplacement numéro un. L'affirmation de cette vocation est évidente plus au sud, sur la rue des Francs Bourgeois ou la rue des Rosiers (4^{ème} arrondissement). Longtemps orienté vers l'artisanat et le commerce alimentaire et de gros, le Marais offre désormais un débouché aux enseignes haut de gamme et au commerce de niche. Il s'impose en une sorte de Saint-Germain-des-Prés de la rive droite avec des loyers certes à la hausse (+15% en un an) mais qui demeurent bien plus attractifs : la fourchette des loyers en zone A est de 1 500 à 4 500 € suivant la qualité des emplacements dans le Marais, contre 3 500 à 6 000 € à Saint-Germain-des-Prés.

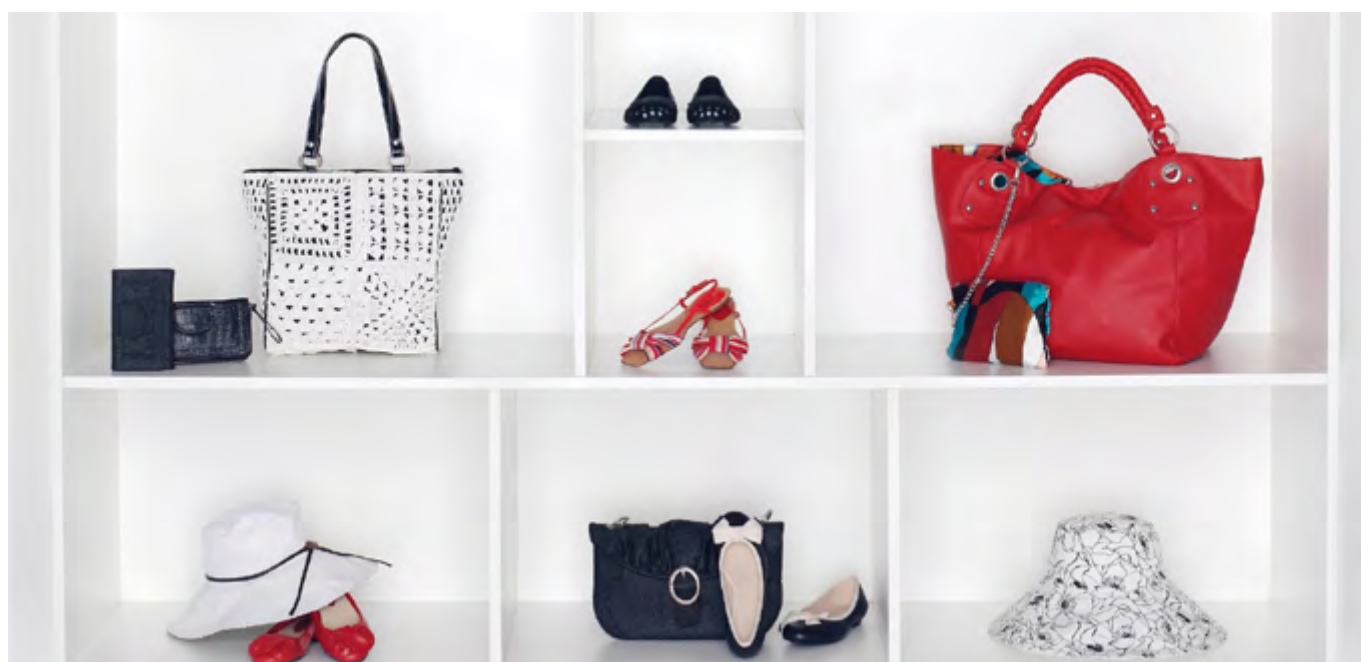
Mais ce genre de mutation commerciale reste rare (voir "Perspectives" ci-après). Dans la conjoncture actuelle, en dehors des emplacements numéro un, il n'y a guère de salut possible sauf avec le commerce de proximité. Et encore celui-ci, tiré par la locomotive alimentaire, se concentre prioritairement sur les quartiers résidentiels à fort pouvoir d'achat ou en voie de "gentrification". Le groupe Casino et les Galeries Lafayette continuent ainsi de moderniser leurs magasins Monoprix et d'imposer leurs concepts Monop' et Daily Monop', déclinaison du modèle des mini supermarchés de quartier japonais.

Grâce à une hausse de 40% de ses investissements en un an, Monoprix cherche à conserver l'avantage de son antériorité, en passant d'une simple proximité géographique à une proximité relationnelle avec ses clients. C'est que ce créneau porteur attise les convoitises et entraîne l'arrivée de nouveaux concurrents, tels que les A 2 Pas d'Auchan ou autres Carrefour Contact et Carrefour City. Autant de magasins de proximité qui s'étendent sur des surfaces généralement comprises entre 300 et 600 m². Outre ses investissements dans Monoprix, Casino continue d'innover en poussant plus loin l'exploration du concept de "convenience store", mariant épicerie, services et petite restauration. En association avec Relay, il teste Chez Jean, dont le premier magasin s'est posé avenue de la République (11^{ème} arrondissement), en plein quartier "bobo". Ouvert sept jours sur sept, de 7h à 23h, Chez Jean propose 650 références d'épicerie, 150 titres de presse, fleurs, vins et champagne, pain, grilles de lotto, restauration rapide et bar, accès wi-fi, recharges de batteries de téléphone et distributeur de billets. Le tout dans un décor branché et coloré. Autant dire que la concurrence visée est ici désormais le bar PMU du coin, le kiosquier de la sortie du métro et l'épicerie du bas de la rue. Tenue par Momo ou par Lulu, toujours là et prêt à rendre service même s'il nous assassine sur les prix, cette petite épicerie aux rideaux branlants et aux cageots défraîchis aura fort à faire pour résister aux couleurs acidulées, à l'hygiénisme et à l'offre de ces nouveaux venus.

Du coup, c'est tout le commerce de quartier parisien qui risque d'être fragilisé par ces extraterrestres, sauf à réussir un immense effort d'adaptation. Le sort de nombreux emplacements commerciaux, de type numéro deux ou trois, en serait précarisé plus encore qu'aujourd'hui. Ils ne pourront plus compter en tout cas sur les quelques tartes à la crème du commerce, ces boutiques d'optique ou autres agences immobilières qui ont fleuri à tous les coins de rues depuis 10 ou 15 ans, parfois en des lieux totalement improbables. Pour la première fois, le nombre de boutiques d'optique a baissé. Et beaucoup d'agences immobilières n'ont pas résisté sur la durée.

C'est ainsi qu'on assiste à un élargissement des écarts de valeurs entre les emplacements numéro un et ceux de second rang. Alors que le loyer peut augmenter de 10 à 15% pour les locaux les plus recherchés, le loyer moyen pondéré à Paris a tendance à baisser. Il a ainsi perdu 6,2% au premier semestre 2011 par rapport aux six premiers mois de 2010, passant de 1 350 € HC HT/m²/an à 1 265 €.

Dans la grand-rue parisienne, toutes les vitrines n'ont donc pas la même valeur.

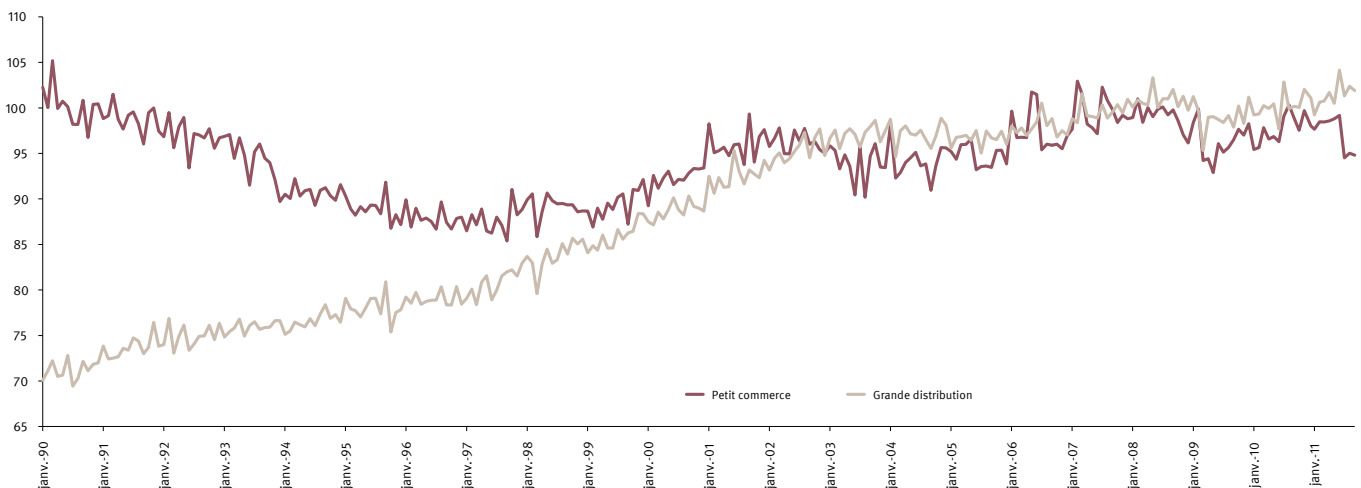


Mais on peut se demander pourquoi les enseignes de "mass market", les griffes internationales et celles qui cherchent à le devenir se livrent une telle bataille pour des places aussi rares et chères. Car après tout, le niveau de la consommation en France et les risques de récession ne sont-ils pas un des grands sujets d'inquiétude du moment ?

Il est certain que le marché français, comme la plupart des marchés européens, est mature, voire saturé. Il stagne en volume. Ce n'est pas pour autant qu'il est figé. Comme dans certains jeux, le nombre de cartes n'augmente pas mais elles sont redistribuées perpétuellement. Certaines enseignes, parce qu'elles ont su flairer les désirs du consommateur, rafraîchir leur image ou en créer une, porter des valeurs et du rêve peuvent faire des percées spectaculaires. L'exemple de Morgan a été cité plus haut. Mais c'est également vrai pour Abercrombie & Fitch, pour The Kooples, pour Sandro ou pour Maje.

Évolution du chiffre d'affaires des commerces par mode de distribution - Indice en volume CVS (base 100 en 1993)

Sources : Banque de France - DGS



Une autre explication tient au fait que Paris échappe en partie à la conjoncture économique française, dans laquelle la consommation est devenue très erratique. La ville qui, de Da Vinci Code au dernier Woody Allen, continue de faire fantasmer les cinéastes par ses mystères et son romantisme, a confirmé sa position de première destination touristique mondiale à l'été 2011. La baisse de fréquentation des Britanniques, des Japonais, des Italiens, des Allemands et des Espagnols (de 3 à 6% suivant les nationalités) a été largement compensée par la hausse du nombre d'Américains (+4%) et l'explosion du nombre de touristes du Proche et du Moyen Orient (+13,7%), de Chine (+17,7%) et d'Amérique du sud (+22,5%)^[1]. Les touristes français eux-mêmes, privés de leurs destinations favorites en Afrique du Nord, sont en hausse de 3,3% à Paris.

C'est ainsi que le taux d'occupation des chambres d'hôtels a battu un nouveau record, à 84,6% en juillet 2011 (soit 4 points de plus qu'en juillet 2010) alors que, dans le même temps, le prix moyen d'une chambre a augmenté de près de 8%. L'argent n'est d'ailleurs pas le critère clef. Plus le standing augmente et plus le taux d'occupation des hôtels est élevé. Paris attire une clientèle aisée, voire fortunée. L'hôtellerie de luxe parisienne connaît d'ailleurs un formidable rajeunissement, à même de séduire toujours davantage cette clientèle. Le petit monde des palaces, si longtemps figé, a vu rouvrir les 152 chambres et suites du Royal Monceau (8^{ème} arrondissement) ainsi que l'inauguration du Mandarin Oriental, rue Saint-Honoré (1^{er} arrondissement), et du Shangri La sur l'avenue d'Iéna (16^{ème} arrondissement).

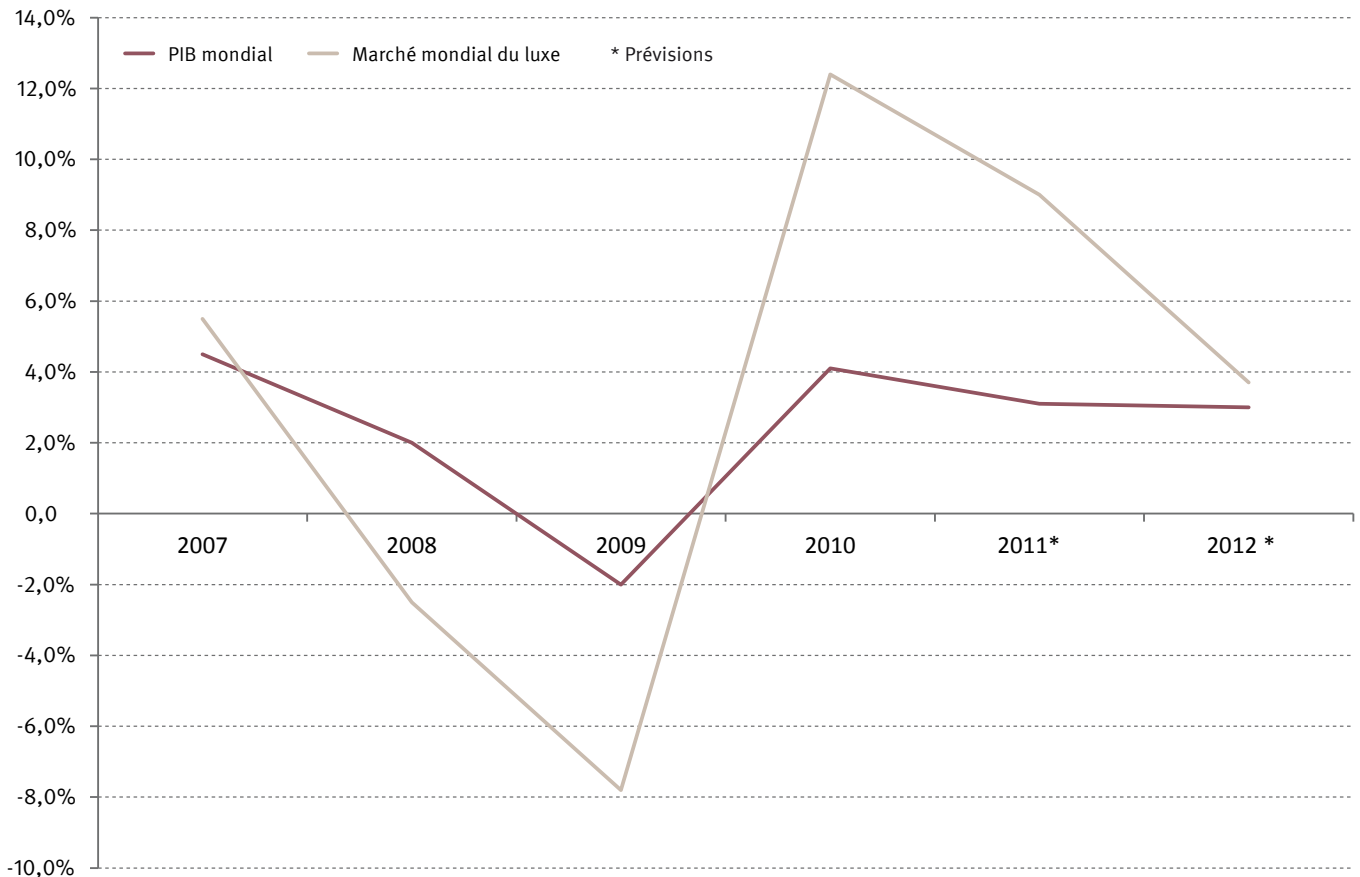
^[1] Source : Office du Tourisme de Paris, in Quotidien du Tourisme, 24 août 2011

Bientôt, ce sera au tour du Majestic Peninsula d'ouvrir sur l'avenue Kléber (16^{ème} arrondissement). Au total, près de 460 nouvelles chambres et suites seront proposées à Paris, soit une augmentation de 35% de la capacité d'accueil sur le segment des palaces. Sans compter le projet d'hôtel Cheval Blanc dans l'ancienne Samaritaine...

La clientèle internationale de ces hôtels constitue une assurance vie pour le commerce de luxe parisien. Son sort est bien plus étroitement indexé à la conjoncture économique mondiale que nationale.

Evolution du chiffre d'affaires du luxe comparée à celle du PIB mondial

Sources : Xerfi, Bain & Company



Au-delà du segment du luxe, la clientèle touristique reste friande d'achats mais se focalise sur les grandes artères, les plus renommées. On visite autant qu'on consomme sur les Champs-Élysées ou à Saint-Germain-des-Prés. Ce qui explique l'appétit des enseignes pour les emplacements numéro un.

Reste qu'il faudra mesurer les conséquences à moyen terme des événements financiers de cet été, susceptibles d'affecter globalement l'économie mondiale et de tarir en partie la source du tourisme parisien.

PERSPECTIVES

Le Fonds Monétaire International (FMI) vient de revoir à la baisse ses prévisions pour l'économie mondiale. Elles portent désormais sur une croissance de +4% pour 2011 et 2012, contre respectivement +4,3% et 4,5% encore attendus en juin dernier. L'été 2011 a donc été sévère. Et encore, le FMI est jugé bien optimiste par plusieurs analystes. Rexecode estimait par exemple que la croissance de l'économie mondiale était tombée à +2,5% au deuxième trimestre 2011. Le FMI le reconnaît d'ailleurs lui-même : son scénario suppose beaucoup de conditions. D'abord, il faut que les dirigeants européens parviennent à endiguer la crise qui secoue la zone euro, puis que ceux des Etats-Unis trouvent un équilibre entre soutien de l'économie et rééquilibrage des finances publiques à moyen terme et enfin que la volatilité des marchés financiers cesse de s'accroître. Beaucoup de conditions donc et peu d'assurance qu'elles soient réunies. En conséquence, le FMI n'exclut pas un scénario du pire, avec des turbulences majeures en Europe, un retrait des attentes de croissance aux Etats-Unis et des tensions en Asie émergente liées à l'immobilier. Ledit scénario conduirait alors à un anéantissement des possibilités de croissance.

Le pire n'est jamais plus certain que le meilleur. Mais force est de constater que l'air du temps n'est pas à un optimisme débridé. Et ceci jusque dans le secteur du luxe. Philip Shearer, directeur général du groupe de cosmétiques haut de gamme Clarins, en fournit un exemple en reconnaissant récemment : "La tendance ralentit pour nous en Europe depuis juin, je suis inquiet pour l'évolution du marché au second semestre mais aussi pour 2012"^[2]. Ce constat n'est pas réservé à Clarins. D'autres sociétés du luxe l'expriment à mots plus ou moins couverts. L'institut d'analyses Xerfi, associé à Bain & Company, vient d'ailleurs de publier des prévisions en repli. A l'échelle mondiale, le secteur du luxe ne devrait plus progresser que de 3,7% en 2012, au lieu des +9% de 2011, presque exclusivement tiré par les pays émergents. En France, comme dans la plupart des marchés occidentaux, les perspectives sont stagnantes à moyen terme. L'essentiel des relais de croissance dans nos pays est désormais attendu dans l'e-commerce, dont la progression pourrait doubler à horizon 2015^[3].

Cette inquiétude ne se limite pas au secteur du luxe. Procos, fédération des enseignes spécialisées, vient en effet de publier des résultats maussades. Le chiffre d'affaires d'une cinquantaine d'enseignes, qui lui sert d'indicateur avancé, fait en effet ressortir pour la France une baisse de 5% en juillet 2011 (par rapport au même mois en 2010), suivie d'une autre baisse de 4,5% en août. Cette baisse affecte désormais tous les secteurs d'activité et tous les canaux de distribution "physiques", de la boutique de centre-ville au centre commercial périurbain. Ces chiffres vérifient en outre une tendance observée aussi bien en Italie qu'en Allemagne, en Belgique ou en Suisse^[4]. Même si, au-delà de ces enseignes servant d'étalon à Procos, l'INSEE apporte des résultats plus pondérés sur la consommation des ménages en France (-0,2% en juillet 2011 et +0,2% en août), les tendances révélées posent question sur le devenir des espaces commerciaux dans nos villes.

Il est en effet probable que la dégradation de la conjoncture incite à davantage de prudence chez les décisionnaires des griffes de luxe ainsi que chez ceux des enseignes de "mass market", c'est-à-dire les deux grands consommateurs d'espaces commerciaux sur le marché parisien. L'accent serait alors moins mis sur l'extension des réseaux de boutiques et de magasins que sur leur rentabilité. D'autant que la part croissante d'internet, au moins dans le parcours d'achat des consommateurs sinon dans les achats eux-mêmes, rend inévitable une évolution de la conception et du fonctionnement des points de vente. Marques et enseignes vont de plus en plus devoir se focaliser sur la construction de stratégies de commerce multicanal, en insistant sur les points forts de chacun des modes. Internet s'imposera probablement de plus en plus comme le lieu de l'information (comparateurs de prix, avis de consommateurs, recommandations de réseaux sociaux ou notices techniques) quand

^[2] Philip Shearer, cité dans *Challenges* n°271, 6 octobre 2011

^[3] Xerfi / Bain & Company

^[4] Etude Procos, citée dans *Les Echos*, 5 octobre 2011



le point de vente sera celui de la relation interpersonnelle vendeur/consommateur, directe et privilégiée. Les Apple Stores fournissent à cet égard une piste intéressante. Les vendeurs y sont nombreux, très bien formés aux produits proposés et avertis des informations déjà disponibles sur Internet. Ils sont à disposition de la clientèle pour l'aider à poursuivre son appropriation des produits Apple, en pouvant proposer jusqu'à des formations.

Dans un tel contexte, les niveaux de loyers très élevés de certains emplacements numéro un risquent donc de ralentir leur commercialisation. La moindre concurrence dans les prises à bail exclut toute hausse supplémentaire des valeurs locatives, au moins tant que l'horizon économique ne se sera pas éclairci.

Toujours sur les emplacements numéro un, ce sont les grandes et les moyennes surfaces qui sont le plus susceptibles de souffrir. Conformément à ce qui s'était passé en 2008 et 2009, certaines enseignes pourraient en effet décider de revoir à la baisse leur format de points de vente. Sauf à pouvoir envisager une division, les propriétaires confrontés à une recommercialisation de ces surfaces seraient alors amenés à revoir à la baisse leurs ambitions. Pas de pessimisme excessif toutefois (ou d'optimisme, suivant le point de vue que l'on adopte) : ce mouvement de repli des loyers sera forcément limité par le faible nombre de locaux concernés.

Quant aux emplacements de moindre qualité, dits numéro deux ou trois, il ne faut guère espérer d'amélioration de leur situation des difficultés des "premiers de la classe". Pour eux, les possibilités de changement résident davantage dans les grands projets publics ou privés, à même de modifier la commercialité de certaines rues ou de certains quartiers. Les projets du Grand Paris, encore un peu flous, auront des répercussions certaines sur le commerce parisien et francilien. Dans un autre registre, une opération telle que la restructuration de la Samaritaine (1^{er} arrondissement) peut s'avérer déterminante elle aussi. Le groupe LVMH, propriétaire du site, a missionné Kazuyo Sejima, une des étoiles de l'architecture contemporaine, pour y créer un nouveau palace de 100 à 120 chambres, l'hôtel Cheval Blanc, ainsi que des bureaux, des logements et près de 26 000 m² de surfaces commerciales, lovées derrière une façade de verre, toute ondulante sur la rue de Rivoli. LVMH promet un concept commercial novateur, pour lequel il entretient le plus grand mystère. Même si le groupe annonce vouloir éviter tout remake de grand magasin, de Grande Epicerie type Bon Marché ou de boutiques de luxe, il est probable qu'il cherchera à développer un concept en relation avec l'hôtel Cheval Blanc ainsi qu'avec la soixantaine de marques qu'il contrôle, tant dans les vins et spiritueux, que dans la mode, la maroquinerie, les montres ou la joaillerie. On pourrait alors voir surgir dans Paris un espace à la fois inédit et familier, tenant à la fois de l'Excelsior récemment créé à Milan ou du nouveau "flagship" de Duane Reade. Situé sur Wall Street, celui-ci décline 24 heures sur 24, sept jours sur sept, "New York living easy" en version haut de gamme et luxe.

Il s'agit pour LVMH d'un fantastique pari sur la possibilité de faire évoluer la commercialité de la rue de Rivoli et du quartier de la Samaritaine, qui sont historiquement orientés vers le "mass market". Mais ce pari est sans doute loin d'être totalement fou, d'autant qu'il peut s'appuyer sur les projets qui se dessinent non loin de là, sur la Poste de la rue du Louvre, superbe immeuble de près de 35 000 m². Pourrait alors émerger un nouveau triangle commerçant, qualitatif et attractif, entre la Samaritaine, la rue du Louvre et la place des Victoires. Les répercussions sur les emplacements commerciaux à proximité seraient alors gigantesques.

Verdict à partir de la mi-2014, après la livraison de la nouvelle Samaritaine. Quant au Grand Paris, ses premières réalisations sont attendues à partir de 2018. D'ici là, beaucoup d'eau aura coulé sous les ponts de la Seine. Et la crise actuelle ne sera peut-être plus qu'un mauvais souvenir. Lointain, si lointain...

GRAND TÉMOIN : JOAN ROURAS

Joan Rouras est Head of Expansion pour Desigual



Desigual intensifie son développement français, et notamment parisien. Pourquoi cet intérêt alors qu'est souvent évoquée une "saturation" commerciale des marchés européens ?

Pour Desigual, la France est un pays stratégique où il reste encore beaucoup de chemin à parcourir bien que nous ayons déjà une présence importante. Nous pensons que notre marque a le potentiel pour se développer davantage. Paris, de son côté, est une ville qui réunit plusieurs facteurs spécifiques qui facilitent la réussite et expliquent que nos expériences parisiennes soient très positives grâce notamment à la qualité de la clientèle acheteuse et l'influence des touristes. Tout cela fait de Paris une ville stratégique pour Desigual, à court, moyen et long terme.

Quelle est votre stratégie en matière d'emplacements dans Paris et sa région ?

Notre stratégie est claire et basique : nous voulons être sur les meilleurs emplacements possibles. Ceci étant dit, il nous manque encore des emplacements sur les principales artères commerciales. Notre priorité est donc, et doit être, le centre-ville avec des magasins suffisamment grands pour déployer notre concept et donner à notre clientèle la possibilité de vivre toute l'expérience d'achat Desigual.

Paris affirme sa place de "capitale" touristique mondiale. Quelle place occupe la clientèle étrangère ou de passage dans votre activité parisienne ? S'agit-il d'une spécificité par rapport à d'autres métropoles où vous êtes implantés ?

Comme je l'ai expliqué auparavant, le tourisme est un élément stratégique pour Desigual, et en la matière Paris se différencie de toute autre capitale mondiale. Cette clientèle touristique est évidemment essentielle pour nous.

Quelle est la place de vos boutiques face à la montée en puissance du commerce en ligne ?

Notre projet de e-commerce a le vent en poupe mais calculer son incidence sur le commerce traditionnel est très compliqué et, à ce jour, je dirais que c'est osé. Le fait que certaines boutiques fonctionnent mieux que d'autres s'explique par plusieurs facteurs. Mais l'élément essentiel est l'emplacement, comme l'illustre cette phrase : "les Champs-Élysées resteront toujours les Champs-Élysées".

Face aux incertitudes économiques et aux craintes sur l'évolution de la consommation qui font la une des médias, quelle est votre position et quel est l'impact possible sur la stratégie de Desigual ?

Il est évident que la crise initiée en 2008 est non seulement toujours présente mais qu'en plus elle s'aggrave. Ce climat d'incertitude en fait aujourd'hui une crise difficilement comparable à toute autre situation que nous avons pu connaître. Comment agir ? Nous n'avons pas de baguette magique mais nous pensons que nous devons étudier et valoriser avec beaucoup plus de calme les opportunités qui se présenteront. Et évidemment résoudre tout imprévu qui pourrait arriver. Ce qui est évident, c'est que nous avons les capacités pour croître en France. Nous poursuivrons notre plan mais avec plus d'exigence et de qualité.



CARTE DE L'ILE-DE-FRANCE / MAP OF ILE-DE-FRANCE



Données à fin septembre 2011 / Market breakdown as at September 2011

Secteur géographique Area	Loyer haut de gamme T3 2011 (€/m ² /an) Prime rents Q3 2011 (€/sq m/yr)	Loyer moyen T3 2011 (€/m ² /an) Average rent Q3 2011 (€/sq m/yr)	Demande placée en m ² depuis janvier 2011 Take up in sq m since January 2011	Parc Bureaux estimé en m ² Estimated stock in sq m	Taux de vacance Vacancy rate	Taux rendement "Prime" Prime yield band
Paris QCA Paris CBD	800	501	314 000	6 702 000	4,60%	4,60-4,75%
Paris Centre Ouest (hors QCA) Paris Centre West (exc. CBD)	480	382	62 800	1 814 000	7,50%	-
Paris Sud Southern Paris	-	406	263 500	5 049 000	4,60%	-
Paris 5/6/7	750	473	51 700	1 240 000	4,40%	5,25-5,50%
Paris 12/13	500	400	105 000	1 909 000	4,20%	5,50-5,75%
Paris 14/15	520	389	106 800	1 900 000	5,20%	5,25-5,50%
Paris Nord Est North Eastern Paris	-	294	100 300	2 788 000	3,50%	-
Paris 3/4/10/11	380	315	60 600	1 617 000	3,60%	5,50-6,00%
Paris 18/19/20	320	261	39 700	1 171 000	3,30%	5,75-6,25%
Total Paris intra-muros	-	435	740 600	16 353 000	4,70%	-
La Défense	580	429	95 900	3 156 000	6,10%	5,50-6,00%
Croissant Ouest Western Crescent	-	295	478 000	7 708 000	11,30%	-
Boucle Nord Northern Bend	350	194	173 200	1 716 000	14,50%	5,50-6,00%
Neuilly/Levallois	550	352	119 500	1 388 000	6,20%	5,50-6,00%
Péri Défense	420	263	73 900	2 149 000	14,60%	5,50-6,00%
Boucle Sud Southern Bend	500	321	111 400	3 455 000	9,20%	5,50-6,00%
1^{ère} Couronne Inner Rim	-	227	258 800	5 563 000	9,00%	-
1 ^{ère} Couronne Nord Northern Inner Rim	370	227	159 000	2 294 000	9,90%	5,50-6,00%
1 ^{ère} Couronne Est Eastern Inner Rim	320	216	35 000	1 241 000	9,80%	5,75-6,25%
1 ^{ère} Couronne Sud Southern Inner Rim	350	233	64 800	2 128 000	7,40%	5,50-6,00%
2^{ème} Couronne Outer Rim	-	144	384 000	18 695 000	6,60%	-
Ile-de-France	-	318	1 957 300	51 575 000	6,90%	-

DES FEUX MAL ETEINTS*



Dear Friends,

It is once again time for another edition of Paris Vision. By virtue of the richness of its content, the depth of the data it contains and the breadth of the themes it covers, Paris Vision is a true exchange of ideas, an opportunity to take a step back from the present and look forward to the future.

Once again, this publication comes at an opportune moment, after a very turbulent autumn that witnessed the intensification of the Eurozone crisis. The cinematic allusions that we have woven throughout this edition attest to the difficulty of predicting the outcome of the suspenseful scenario that is unfolding around us; the camera is still rolling on this particular drama. The volatility of the current situation was apparent in the days following the emergency European debt rescue summit of October 26-27, 2011: initially, the news that a deal had been reached sent global stock markets soaring to euphoric highs, but shortly thereafter, the surprise announcement of a Greek referendum on the proposed bailout threw markets into turmoil.

The lights have not yet faded to black; the script continues to play itself out, and we can be sure that there are more scenes soon to come. This uncertainty makes it all the more interesting – and difficult – to predict how things will turn out. This is always a tricky exercise, but our contributors have willingly tackled the challenge, against the backdrop of unprecedented economic and political crisis, which will inevitably impact the commercial real estate market.

Judging from your positive responses to our previous editions, many of you appreciate this exercise in forecasting, and have even asked us to consider publishing an interim edition. I therefore take great pleasure in announcing that Knight Frank will publish an interim edition of Paris Vision in early 2012, which will look back on the year as a whole, drawing on updated 2011 data.

I would like to extend my warmest thanks to the external contributors to this Paris Vision 2011-2012 winter edition: Dimitri Boulte, Daniel Cohen, Christian Delaire and Joan Rouras.

We hope you enjoy reading this edition and we look forward to seeing you soon.

Philippe Perello

Partner Manager at Knight Frank France
Equity Partner Knight Frank LLP

* Not out of the woods yet, *Des feux mal éteints* by Serge Moati based on the novel of Philippe Labro

EDITORIAL, BY
PHILIPPE PERELLO

p 49

DES FEUX MAL ETEINTS

THE LETTING
MARKET

p 52

LAST TANGO IN PARIS

THE RETAIL
MARKET

p 82

AN AMERICAN IN PARIS

OPINION, BY
DANIEL COHEN

p 50

A LINGERING CRISIS

THE INVESTMENT
MARKET

p 68

MAD MAX

CONTACTS

p 93

FLASHBACK

p 80

SILENT FILMS

A LINGERING CRISIS



Daniel Cohen

Professor of Economics, Ecole Normale Supérieure, Paris.

Vice-President, Ecole d'Economie of Paris.

Director, Centre Pour la Recherche Economique et ses Applications (CEPREMAP).

Scientific advisor, OECD Development Centre.

Contributing editor for *Le Monde*.

Latest published works:

"16 nouvelles questions d'économie contemporaine", tome 2, Albin Michel, 2010.

"La prospérité du vice", Albin Michel, 2009.

"27 questions d'économie contemporaine", tome 1, Albin Michel, 2008.

"Three Lectures on Post-industrial Society", MIT press and 9 other languages, 2008.

"Globalization and its Enemies", MIT Press and 8 other languages, 2006.

This summer's worst fears have finally been confirmed: the sovereign debt crisis has reached Italy and Spain, leaving Eurozone governments scrambling to respond. The macroeconomic outlook has worsened considerably, with growth slowing to zero in France and an anaemic 0.1% in Germany – a dismal performance that fell far short of first-quarter results, and was repeated by countries across the Eurozone. It therefore seems that the crisis that began in 2007 is not yet over; indeed, it is threatening to come back with a vengeance. Governments who did their best to prop up the system in the wake of the financial collapse of 2008 now find themselves beset by the same crisis they tried to combat. Who would have thought – even just a few years ago – that sovereign states could be considered a risk factor? In the past, government bonds were naturally assumed to be a risk-free asset class, but now sovereign debt is anathema to investors and a blight on banks' balance sheets.

Not only has the crisis resurfaced, but Europe now appears completely incapable of confronting the ever-worsening situation. The Eurozone, which constitutes the heart of the European Union, has become the focal point of the crisis, despite the fact that the single currency was originally designed to protect against international monetary instability. The fact of the matter is that European countries are more sensitive than others to the caprices of financial markets. For example, a country like Japan, whose debt represents more than 200% of its GDP, has a captive pool of lenders – namely Japanese household savers – at its disposition. Conversely, European household savers have the choice between several different government bonds, all of which are readily available to them – and in the same currency, no less. This means that the slightest doubt regarding the solvency of a European country can have a considerable impact on that country's reputation and attractiveness, thereby shifting the competitive advantage to other countries.

The institutional mechanism of the Eurozone is based on a strict division between monetary policy, which ensures price stability, and fiscal policy, which is governed by the Stability and Growth Pact. This separation proved to be problematic following the eruption of the Greek crisis in 2009, when the European Central Bank's (ECB) timid intervention on behalf of floundering economies such as Greece shifted the burden of adjustment to the member states themselves, thereby causing them to become contaminated by the crisis.

This is not to say that there have not been any laudable policy responses to the crisis: take, for example, the ECB's massive market intervention in the summer of 2007, when the subprime crisis was just beginning, or Chairman of the Federal Reserve Ben Bernanke's decision to inject liquidity and lower interest rates. Nevertheless, the threat of political paralysis now looms large. The crisis has now caught up with the United States, which has lost its AAA rating, and must now tackle deficit reduction, if only for political reasons. Indeed, most governments have now resorted to budgetary austerity, the ongoing public finance crisis having forced them to put an abrupt end to their economic stimulus packages and seek refuge from the crisis of confidence that is threatening to engulf them. This retreat is the very trap into which several governments fell in the 1930s, and which is once again emerging as a risk.

There is, however, an important difference between the 1930s and the present which bears emphasis, namely the role played by emerging economies. Today, new economic players generate two-thirds if not three-quarters of global growth. But despite their growing clout, these new economic giants are fragile, in that their growth relies too heavily on exports. Were Europe and the United States suddenly obliged to tighten their belts for the long term, these countries would naturally be affected. Furthermore, these countries play an ambiguous role in global growth, in that they keep commodity prices elevated and drive them even higher at the slightest sign of recovery. One of the hopes for evading the impending global crisis therefore rests on these countries' capacity to create internal growth.

However it is first and foremost up to developed countries to find a solution to their own problems. In the United States, finding a way out of the quagmire will depend on an agreement being reached between the executive and the legislature, although there seems to be some room for manoeuvre for reducing the deficit without having (too great) a negative impact on growth via the implementation of a more redistributive fiscal policy. Meanwhile, European leaders have attempted to strengthen the tools available to them, but the fact remains that most countries, including France and the UK, are now committed to austerity policies likely to limit growth (as little as 1% next year). The possibility of a "Japanese scenario" – that is, ten years of stagnation – should not be ruled out; indeed, Europe has already experienced four such years.



The paradox is that today, the fundamentals of global growth are excellent. This is not the 1970s, when the problems were structural: the post-war boom had come to an end, wage and productivity gains had come to a halt, and the world economy was suffering from the explosion of commodity prices. The present situation, characterised by innovative new technologies and fast-growing emerging markets, is quite different. Today, the problems are primarily political, as the two world leaders, Europe and the United States, struggle to re-discover the wherewithal to play their role as the ultimate guardians of world economic and financial security.

THE LETTING MARKET

Last tango in Paris



Market highlights

- ◆ Since the start of 2011, transactional activity has risen by 21% primarily due to a dynamic third quarter.
- ◆ However, these results are partly deceptive, due to the inclusion of very large transactions (above 20,000 sq. m) initiated long ago and which total over 230,000 sq. m.
- ◆ Almost 80% of the current supply consists of second-hand space. The shortage of quality supply is impeding the rental market in Paris, explaining the slowdown observed in the 5,000 sq. m to 20,000 sq. m transaction segment.
- ◆ At 6.9%, the vacancy rate is low and continues to fall.
- ◆ The scarcity of quality supply is pushing prime rents upwards, reaching € 800 per sq. m in the Central Business District and the 7th arrondissement. Conversely, average rents remain stable due to the number of second-hand buildings available.
- ◆ Current uncertainties do not undermine the fact that Paris' rental market could enter into a growth cycle, but the start of this cycle will be more arduous than originally forecasted.

TRENDS

Office take up

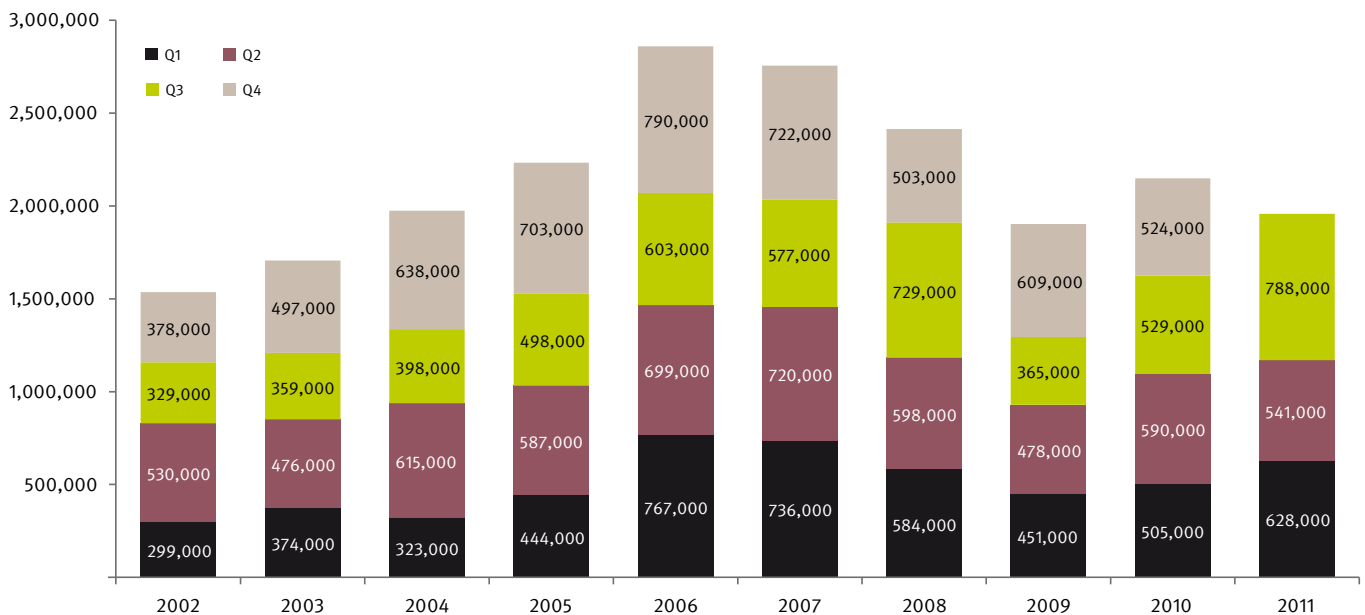
In recent years the Argentinian tango has come back into fashion. In this improvised dance, partners walk in a changeable and always impromptu direction. Paris is far from Buenos Aires. Yet, the tango perfectly depicts the movements in the Paris rental market in recent months. One step forward, one step back, all without a seemingly identifiable and predictable logic.

Q3 2011 was good, even excellent. With close to 790,000 sq. m taken up within three months, transactional activity increased by 49% compared to the same period in 2010. This is the best figure since the end of 2006 and is a remarkable result indeed, but a result which should not be over-interpreted. It comes after a sluggish Q2 2011, which posted a 15% decrease.

Over the first nine months of the year, the Paris region has nudged towards two million sq. m with approximately 1,960,000 sq. m having been leased or sold to occupiers. Due to an excellent third quarter as well as good results at the outset of the year, transactional activity has increased by 21% compared to 2010. An increase almost as impressive as the one observed on the same date one year ago: +28%. At this rate, by the end of the year Paris has the potential to hit its highest historical levels.

Take up in Ile-de-France (in sq. m)

Sources: Knight Frank, Immostat



But what is causing such volatility, and more importantly why can't these solid results manage to reassure the market?

The key lies in the large transaction segment (5,000 sq. m and above). This has traditionally been a powerful engine for the Paris occupational market, and for over a decade has represented on average 39% of the consumption of office space (from January 2001 to September 2011). However, sometimes this driving force experiences periods of intense activity followed by sudden slowdowns, notably during the completion of very large transactions (over 20,000 sq. m). These are indeed not as numerous and their number varies greatly from one quarter to the next.

Q3 2011 provides a perfect illustration of this. In total, 22 transactions of more than 5,000 sq. m occurred amounting to over 480,000 sq. m, or 61% of the total. However, this result should not lead to undue optimism. It is in large part due to the inclusion of three very large transactions. These include the future headquarters of SFR in Saint-Denis (124,000 sq. m), the Carrefour headquarters in Massy (85,900 sq. m), and 23,800 sq. m on 5 Avenue Kléber (16th district), purchased by Scor, who will occupy a large part of this for their own use. These three transactions alone represent over 230,000 sq. m, equivalent to 30% of the take-up from July to September 2011. The first quarter was already marked by the inclusion of another large leasing transaction, namely the 83,000 sq. m taken up by Thalès Communications in Gennevilliers. However, to accurately assess the nature of this take up, it should be noted that the largest transaction completed in 2010 was 41,000 sq. m, in the Claude Bernard activity zone in the 19th arrondissement.

Another trend, also illustrated by these mega-transactions, and which explains their resurfacing: the first phase before the formalisation of a transaction, which involves the removal of the remaining conditions precedent. It is the coincidence of a joint exercising of these clauses that led to the close inclusion of leases realised by SFR, Carrefour and Scor – leases that were in fact initiated and announced in 2010. For the same reason, a smaller but older transaction reappears, in this case 9,700 sq. m of the Rhin (formerly Tolbiac) building, pre-let by LCL in Villejuif and which constitutes the final tranche of the Metropolitan programme. Due to this phenomenon the results of the third quarter 2011 are greatly inflated.

This accumulation shows the proportion of large transactions at 45% of the total activity during the first nine months of 2011, which is a record figure. The last time this record was achieved was in 2001 - a record that is in part deceptive. The total number of large transactions has fallen by 9%, with 51 signatures recorded from January to September 2011, compared to 56 the previous year. Above all, the 5,000 sq. m to 20,000 sq. m segment shows a clear fall. With 356,000 sq. m taken-up in this category in the first nine months of 2011, it has subsided by 27% compared to 2010 (with a similar drop in the number of transactions). Therefore it is this segment, by definition, which is the most substantial in terms of occupiers involved and potential supply within the existing stock, which is truly affected. The downturn is only masked by the very strong performance of the mega-transactions.

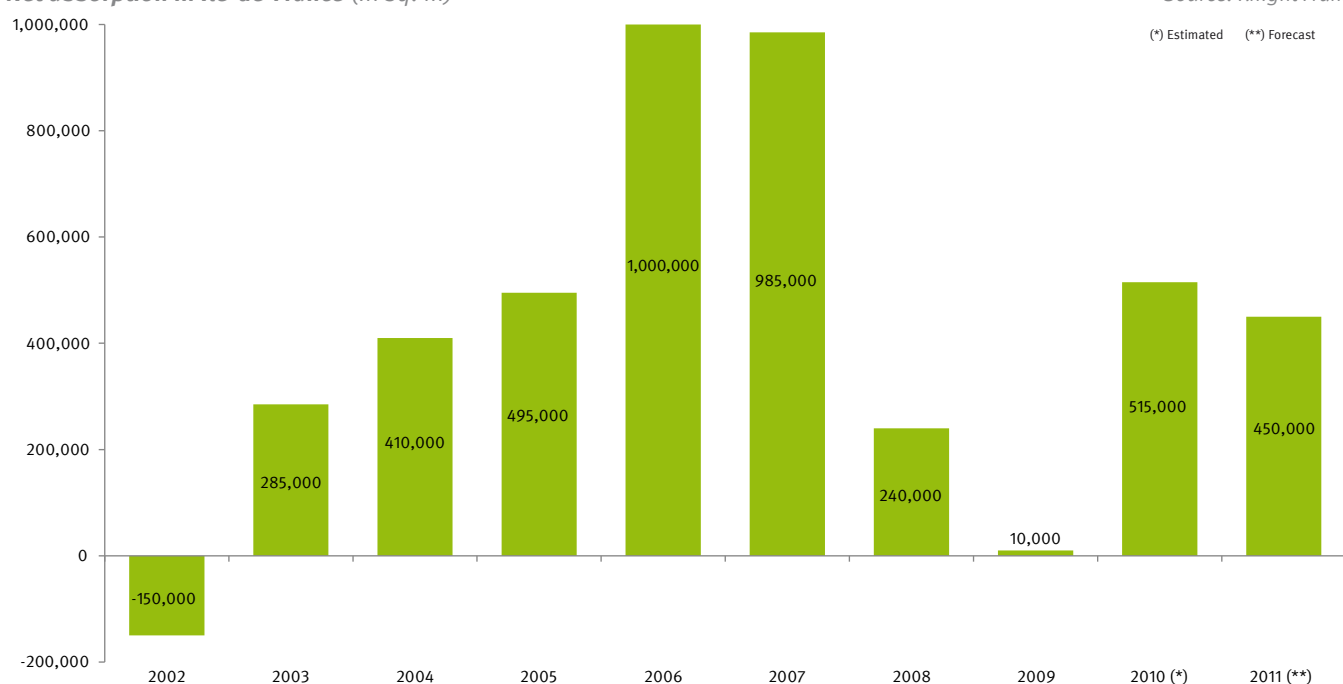
This downturn is not alarming, but it is real and logical and stems from two reasons: firstly, the high number of lease re-negotiations between landlords and tenants from 2008 to mid-2010 – the famous grey market, which now automatically leads to a drying up of immediate demand. Next, it is clear that economic and financial uncertainties (sovereign debt, growth outlook, bank solvency, etc.) are hardly conducive to long-term decisions, especially since the scarcity of supply that meets the requirements of large occupiers intensifies the problem. Even if it means waiting, many hope for more predictable days before reaching a decision. Moreover, it is significant that it is the largest transactions that are the most resilient: they come from companies looking towards the very long term and able to come up with an ad hoc response rather than wait for the market to provide them with one.

The challenge to do the same for smaller spaces is key to explaining the slowdown in large "classic" transactions (5,000 sq. m to 20,000 sq. m). This slowdown should not obscure the fact that the small and medium occupier segments are still dynamic. These occupiers are sometimes less demanding in terms of quality and have enjoyed a broader supply than in the larger space segment. Total office consumption in transactions of less than 5,000 sq. m has thus risen by 6% since the start of the year compared to 2010.

This data, combined with the success of the mega-transactions, suggests that at present it is the difficulty of finding a suitable solution (see section on supply) at an acceptable price that threatens the rental market rather than a decline in property needs.

Another reassuring element is net absorption. During the first nine months of 2011, at 500,000 sq. m, net absorption accounts for over a fifth of leased areas (25%). It therefore remains very close to the 24% observed in 2010. If the rental market is mainly driven by a need for quality, as evidenced by the rotation of occupiers from one building to another, it also benefits from a quantitative need for office space. The Paris rental market has been experiencing structural growth since the start of the year, just as it did in 2010.

Net absorption in Ile-de-France (in sq. m)

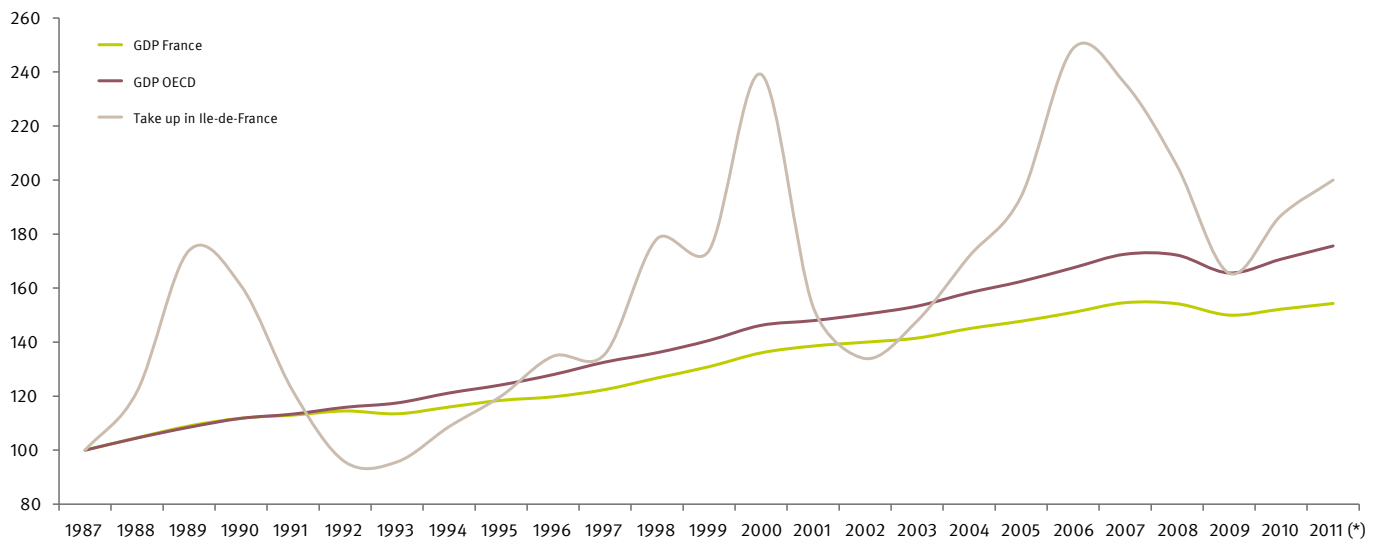


Despite the gradual slowdown in the economy in recent quarters, Paris has continued to be a net provider of jobs in the service industry, represented by the growth in occupied office space. Of course, we need to check whether this phenomenon has experienced a setback, at least temporarily, following the financial events of the summer. But there is new evidence that the rental market in the Greater Paris Region is resilient and that its momentum is not directly indexed to economic activity.

Even if a little over 20% of office consumption is linked to the increasing occupier needs, nearly four fifths are willing to occupy a property more in line with their requirements, in a similar space. This proportion corresponds to the results of occupier surveys, which regularly show an approximate dissatisfaction rate of 80%, thus echoing the obsolescence of office stock currently available. New or heavily redeveloped space delivered since January 2001 represents only 20% of all office stock available in Greater Paris Region. And if we only consider space delivered since September 2006, the figure drops to 9%. All this to say that obsolescence is one of the major features of the 51.6 million sq. m of office stock in the Greater Paris Region.

Trends in economic growth and take up (100=1987)

Sources: OECD, Knight Frank - (*)Nota: forecast for 2011



And this ageing is accelerating since both construction techniques and regulatory requirements have evolved in recent years as we are now witnessing a race for green label certification. Let's not forget that the first regulations for reducing energy consumption in new commercial buildings only date back to 1988, with RT 1988. The law of 30 December 1996 launched a process that now seems inevitable, a regular tightening of green efficiency, theoretically at a five-year rate. RT 2000 then came into force a few years later and marked a significant development by imposing a 40% reduction on the maximum energy consumption of commercial buildings. RT 2005 includes renewable energies and imposes an additional reduction of 15%. In less than 10 years, regulations have stipulated energy consumption to be cut almost by half. Energy regulations are increasingly spreading to renovations of existing buildings and as of October 28 2011, RT 2005 has been replaced by RT 2012 which aims to further legislate building energy consumption. The ageing of the rest of the current stock unaffected by this legislation is even more striking as a number of buildings are now intensely inefficient in their energy consumptions and generate significant additional operating costs. Regulatory and technological advancements have greatly accelerated this ageing.

Therefore, the regulation of energy consumption in buildings begins to question the lifespan of commercial property as due to these regulations, an eight to ten year old building is now much more inefficient than it would have been twenty or thirty years ago.

Office supply

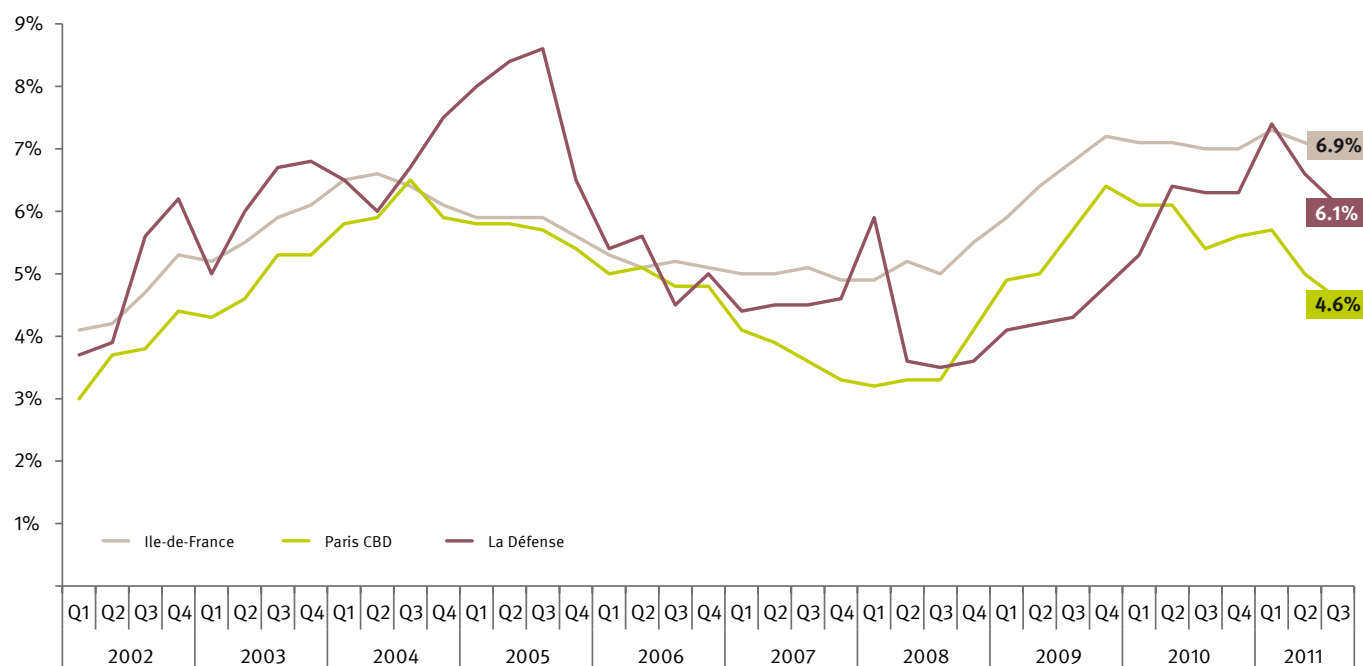
With a vacancy rate of 6.9% at the end of September 2011, Paris provides significant security to landlords compared to other European cities. Vacancy in the Greater Paris Region is low and continues on a downward trend. Supply to the market has been volatile over the past year due to emerging markets in Paris and to second-hand stock coming to market. The supply of Grade A space (new or redeveloped) is low and is even scarcer in desirable locations. Occupiers took advantage of favourable market conditions in 2009 and 2010 to transact in good quality buildings in prime locations. Occupier's appetite for these types of buildings still remains, leading to increased competition for prime space. This is particularly evident on Avenue Franklin D. Roosevelt and Rue Saint-Dominique with two and three interested parties respectively.

Transactional activity throughout 2010 was dominated by the quality of the location with occupiers favouring the most central locations. Central Paris accounted for 43% of the transactional activity (compared to 34% on average since 2001), of which 20% was in the Central Business District (CBD) which is higher than the 16% average over a decade. Since the start of 2011, the hunger for central Paris space has lowered to 38% of transactions with the CBD returning to normal. However this drop in activity is not due to the lack of interest, but more to the lack of supply at the prime level of the market.

The requirement for prime space is reflected in the current level of vacancy in the market, there is a level of disparity between sub-markets. Central Paris showed a very low average of 4.7% at the end of the third quarter 2011, the CBD showed vacancy of 4.6% and some niches may drop below 4%. La Défense, another established market, remains below the regional average with a rate of 6.1%. In contrast, the Western Crescent has stayed above 11% with some emerging sectors continuing to hover around 14% (North Loop or Péri-Défense).

Vacancy rates in Ile-de-France (in % of office stock)

Source: Knight Frank



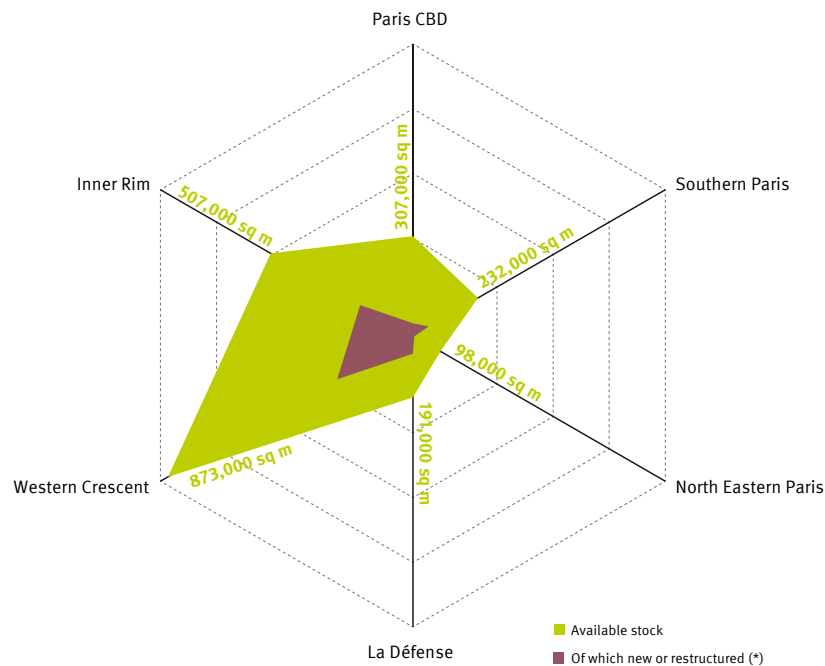
The marketing of several major schemes launched during the period of market euphoria may take some time to become fully-let. However, these schemes are now almost the only space available to offer immediate, modern and financially attractive property solutions in a market of scarce supply.

Another key trend present in the market is the quality of the office space itself. Occupiers required Grade A buildings, or at the very least recently refurbished and efficient space. In the first three quarters of 2011, 78% of transactions above 5000 sq. m were in new or redeveloped buildings, with some transactions being pre-lets. This is more than the 60% recorded in 2010. There is a glaring shortage of prime available space in the CBD where less than 13% of offices available are Grade A at the end of September 2011. This trend is evident across the Paris region, with only 22% of available supply being in the prime level of the market (against 25% in mid-2010).

Quality of offers in Ile-de-France (in sq. m)

Sources: Knight Frank, Immostat

(*): Buildings constructed or restructured, delivered since beginning 2007



The lack of new or redeveloped available space has forced occupiers to rethink their property requirements. This has led to an increase in owner occupation transactions over recent months, particularly in central Paris, such as the acquisitions made by Google and Scor. As for the biggest occupiers, if they want to consolidate their services on a single site, they must rely on turnkey solutions developed on land near the suburbs. Besides Thalès Communications in Gennevilliers, SFR and Véolia illustrate this with their future sites in Saint-Denis and in Aubervilliers respectively. For others, the lack of supply of Grade A space has led to trade-offs that may end in the adoption of interim extension solutions or to postpone their property strategies.

Office rent

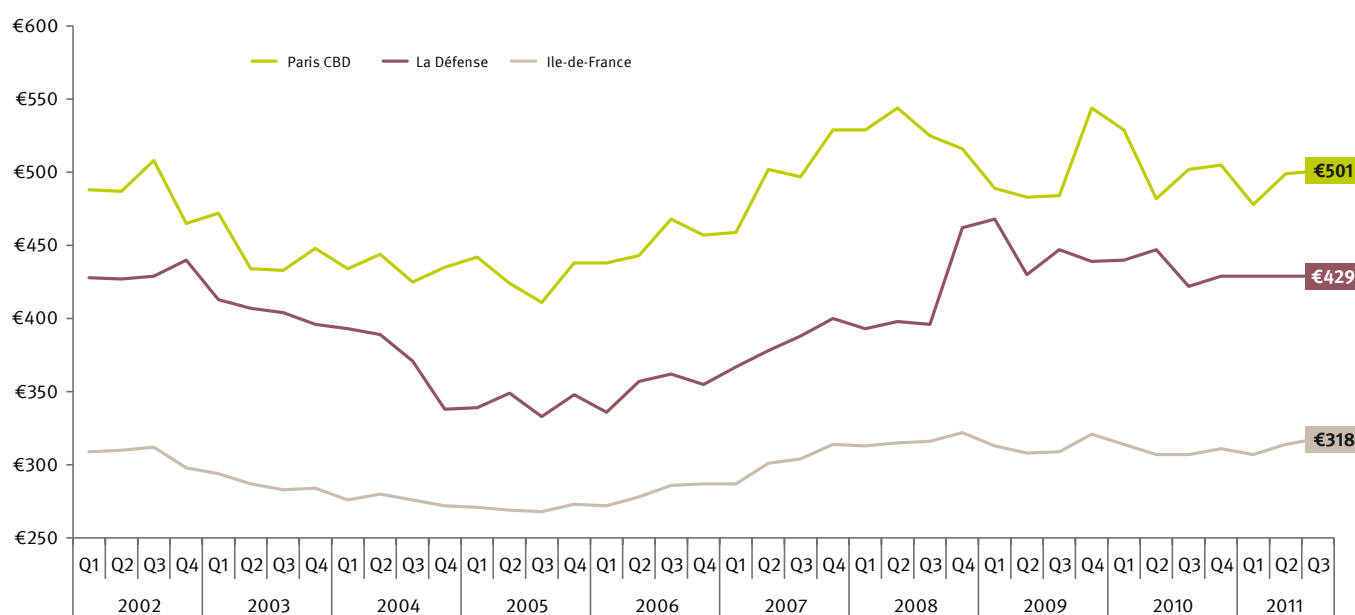
The supply gap of grade A space and the over-supply of secondary stock has caused a disparity in rents between the prime and secondary sectors. Whereas average rent (which reflects the signature values of second-hand space) is stable, the pressure on the high-end segment is becoming increasingly evident.

Average rent has certainly experienced a slight upward pressure in the third quarter 2011, rising to € 318 net of taxes and charges/sq. m/annum, compared to € 307 a year earlier (+4%). But this slight increase over a short period has a good chance of being corrected in the coming months. Over a longer period, from January to September 2011, average rent was at € 313 for the whole of the Greater Paris Region, in line with the values seen at the start of 2010 and in 2009. Between the low point reached in the third quarter 2005 (€ 268) and the peak of € 322 in the fourth quarter 2008, the difference is only € 54. In a little over a decade, the magnitude of the variation is limited to 10% above or below the median value of € 295. This stability has become one of the major features of the Greater Paris Region rental market.

Heterogeneity is another feature of Paris and indeed the essence of all major international cities. Still, the Paris region has profound disparities between its different market sectors. Whereas in the CBD, average rent stood at € 501 in the third quarter 2011, it fell to € 261 in the 18th, 19th and 20th districts of Paris. In just two or three kilometres, without ever leaving central Paris, the difference in average rent has reached € 240. But the most significant difference in rent for the regional market is that between the CBD and La Défense. Over a ten-year average, the gap is € 80, it was close to this last year (at € 71 in the third quarter 2010), after a period of unusual hardening of rents (the difference in fact dropped to less than € 40 at the end of 2009). It has remained virtually unchanged this year at € 72 in the third quarter 2011. The overall balance of average rent in the Greater Paris Region arises from these permanent adjustments in values between market sectors, which guide occupiers in their geographical decisions.

Average rents in Ile-de-France (en € net/sq. m pa)

Sources: Knight Frank, Immostat

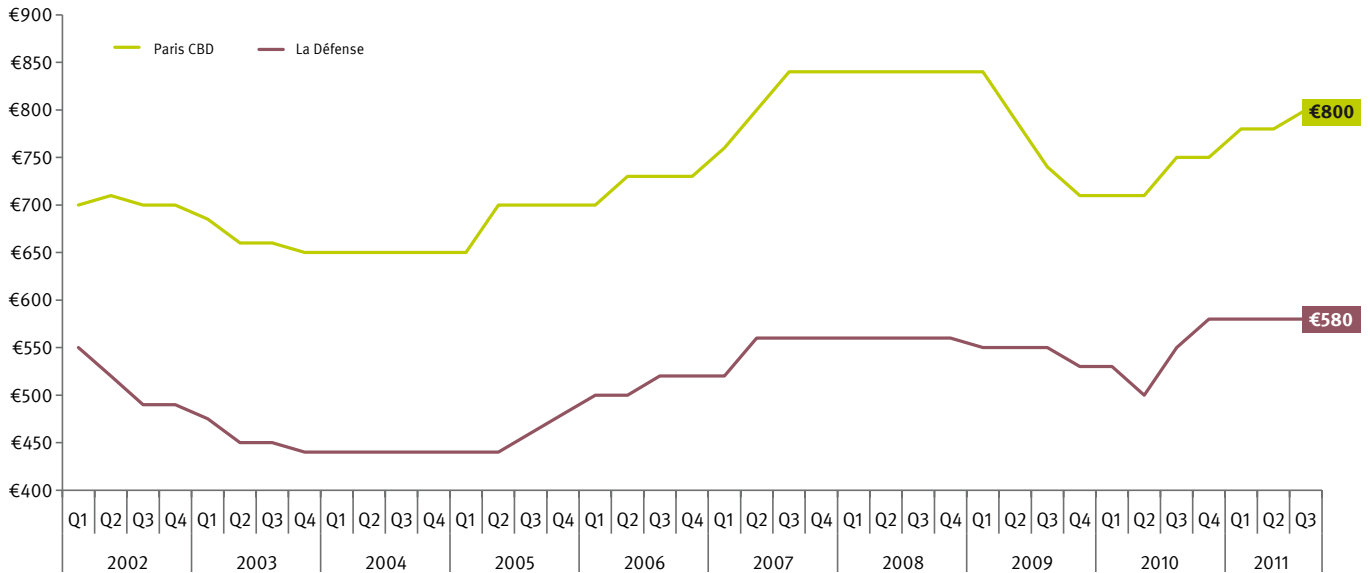


Although average rents are stable, high-end prime rents are more volatile. Prime rents rose in the third quarter 2011 to € 800 in the CBD, compared to € 750 a year earlier (+7%) and € 710 before the summer of 2010.

The lack of prime supply in the office sector is seen to be pushing up rents given the increased competition for Grade A space. Despite this increase, Paris has remained very good compared to other European cities, with London experiencing the highest shift (27%). The upward movement continues.

Prime rents in Ile-de-France (in € net/sq. m pa)

Source: Knight Frank



Outside the CBD, particularly in central Paris (the 5th, 6th, 7th, 12th, 13th, 14th and 15th districts) competition for new buildings remains high. Beyond the city centre, movement remains more theoretical. In La Défense for example, a rise of € 30 in one year was observed on headline rent (at € 580, see below) but these values have not materialised in a sufficient number of transactions to make the rise in high-end values sustainable. For now, inflation on the rent of the best buildings in Paris is a primarily Parisian matter, indeed essentially confined to its heart, the CBD.

OUTLOOK

Since the start of 2011, doubt has arisen as to the strength of active demand, particularly from large occupiers. The poor performance of the second quarter 2011 has failed to silence the market's critics. The increased level of activity in the third quarter was largely due to the inclusion of large transactions initiated several months earlier, thus not an underlying increase in market activity. It must be said that these transactions do not hide the slowdown in transactions between 5,000 sq. m and 20,000 sq. m.

This bubble, which occurred before the stock market and financial turmoil this summer, has its logic. As we have already seen, the dynamism of the secondary market from 2008 to mid-2010, in which many occupiers actively participated, has currently ended by a drying up of potential demand. But above all, the scarcity of quality available space and the resulting rise in prices are causing a wait-and-see reflex among occupiers. For us this is the main reason for the slowdown in activity in this segment of transactions between 5,000 to 20,000 sq. m.

The health of the rental market, in general, hinges on the broader macroeconomic situation, but it is the quality of available supply, in particular, that will be most affected by the current situation that is, by the on-going sovereign debt crisis and stalled economic growth in Europe, the United States and even emerging countries. The weakening of banks will very likely lead to the tightening of credit conditions, which is hardly conducive to the launch of speculative construction projects. Attractive property solutions are already in scarce supply, and this shortage will become even more acute in the near future if bank financing dries up. Moreover, lack of supply slows demand, which in turn limits future production. This creates a vicious cycle.

The threat of a market slowdown is real. Since 2007, we have been mired in a period of economic gloom, during which net absorption has declined markedly, yet the rental market has nevertheless held up thanks to the streamlining of building locations. In other words, it is companies' qualitative needs, rather than their quantitative needs, which have buoyed market activity. However, streamlining – which already represents 80% of office consumption – is an engine that can only run at full speed when it has proper fuel, namely appealing property solutions. Appealing property solutions mean solutions that reduce costs. There are two possibilities: either new or refurbished space which, despite its elevated rent, maximises efficiency and minimises charges, or older space with reduced rent. Yet, unlike in 2007-8, when refurbishment and new construction programmes were numerous, they are practically non-existent today, meaning that the available supply of "fuel" is severely restricted.

A slowdown in transactional activity is therefore highly plausible. It remains to be seen what the magnitude of this slowdown will be, and whether it will undermine nascent cycle of rental growth. At this point, it does not seem rational to "downgrade the rating" of the Paris rental market, to use an expression that is currently in vogue. There are many reasons to believe that net absorption will not taper off completely. Although another recession is possible, this scenario is no longer favoured by most economic organisations. Of course, growth outlook has been reduced. At the end of October the French government came close to the forecast consensus, with growth expectations of about 1.0% in 2012. This expectation is even now more pessimistic than the one laid out by the IMF on 20 September 2011. The IMF is actually maintaining the "positive" forecasts for France (1.7% in 2011 and 1.4% in 2012) and for the Eurozone (1.6% in 2011 and 1.1% in 2012).

Moreover, global growth is expected to remain close to 4% both this year and next – and it is this pace of growth which is conducive to real estate transactions and creates the need for office space in headquarter cities like Paris, London, Frankfurt and New York. The impact of various austerity plans on economic growth (as a result of the multiplier effect) remains hypothetical. It could represent anywhere from 0.6% to 1.1% of France’s annual GDP, but the actual impact will only be revealed gradually, starting in 2012.

The primary objective of these austerity plans is to inspire the return of investor confidence. If this key objective is accomplished, it will boost the recovery of mergers and acquisitions that has been taking place since late 2010. Mergers and acquisitions almost always result in property decisions, thereby powering the engine of high demand. The financial results of large companies are, indeed, very favourable at this time, despite the sputtering of the overall economy and the uncertainty surrounding the upcoming presidential election. As far as real estate is concerned, these companies’ positive results should enable them to position themselves increasingly upmarket, thereby enabling the launch of property projects. We have already noted the obsolescence of much of the building stock, and the resulting costs to occupiers continue to justify the need for new projects.

The most realistic conclusion is therefore that the satisfactory results recorded in 2010 confirm that the greater Paris region has, indeed, entered into a new rental market cycle. But the start of this new cycle will be rockier than initially expected. This is reminiscent of what happened during the 1994-2002 cycle, when the market advanced at a snail’s pace between 1994 and 1997. Indeed, our initial forecasts for 2011, which predicted a take-up volume of nearly 2.4 million sq. m, have not been fully achieved, as take-up in the greater Paris region currently stands closer to 2.3 million sq. m. However, the margin of difference is slim, and we should not rule out the possibility of a pleasant surprise in the form of a strong year-end finish, particularly since there are several large transactions still pending (e.g., the future headquarters of Véolia or the Société Générale site in Fontenay-sous-Bois). On the other hand, 2012 is shaping up to be more difficult, and could even register a slight drop in transactional activity. Such a drop would likely be an anomaly, a one-time incident preceding an upturn in the general course of the market and the subsequent affirmation of the AAA-rating awarded to Paris and its position as the leading European market.

The lack of available supply has become more pronounced since the second half of 2010. It should be noted that it would be difficult for supply to drop much lower than its current level, since the Paris region already has the lowest vacancy rate of any of the major European cities (an average of 6.9% at the end of September 2011).

This situation is not likely to change significantly any time in the next few years, and even then any improvements will be highly localised. In the medium run, certain geographical sub-markets become the focal point of vacancy. This is particularly the case for La Défense, where one of the major occupiers, Société Générale, has just announced its intention to release approximately 100,000 sq. m of space following the construction of its new headquarters in Fontenay-sous-Bois. This release of space is not scheduled until 2015-16, but it will take place in a market already straining to absorb the new supply delivered as part of the La Défense renewal scheming. The scale of this phenomenon is unknown as of yet, as several of the construction projects called for by the La Défense renewal scheme are subject to legal and financial uncertainties. But regardless of the scale, La Défense seems poised to become a market characterised by oversupply (as it has been in the past).



Still, the immediate tightening of financing conditions for property programmes excludes the possibility of a massive construction revival. By confining occupiers to obsolete stock – not due to consumer preference, but rather to a lack of better options – the current deficiency in new or redeveloped supply effectively serves as a rental guarantee to owners, in that it limits the risk of an increase in available supply. Depending on the strength of overall economic activity, it is even possible that the supply of available space will continue its downward spiral, approaching the 6.50% mark by 2012. Although the vacancy rate is not likely to increase, it is possible that some properties will remain vacant in the long-term, as second-hand, increasingly obsolete space makes up 80% of the available building stock. This raises fears about the potential increase in long-term vacancy, and the impact that this would have on income.

Together, these two factors – a scarcity of new or redeveloped supply on the one hand, and an abundance of obsolete supply facing long-term vacancy on the other – will determine rent levels. Since late 2010, prime rents have been subject to upward pressure, and this pressure has only increased in recent months, particularly in the CBD and the 5th, 6th and 7th districts. During Q3 2011, high-end rent reached as high as € 800 per sq. m, an upward trend that seems likely to continue, slowly but surely, until the € 830 mark has been reached. It should be noted, however, that this increase in rents could be offset by significant rental incentives, depending on the outcome of negotiations between owners and occupiers.

Although this upward pressure is concentrated on prime stock in the CBD, it is starting to impact new product located in other geographical sub-markets in central Paris, even if the movement is more hesitant and less marked. In the longer term, the uncertain macro-economic outlook and the instability of the financial environment could counterbalance the phenomenon of scarcity and limit any margin for improvement in high-end rent. Although rental levels in Paris have remained relatively restrained compared to those in other major European cities, the coming months will not be conducive to a rise in these intermediate markets (like the Southern Loop). Instead, the prevailing trend will be toward stabilisation. In the suburbs, where there is more product and hence more competition, the situation appears more uncertain. Any increase in rental levels is out of the question. Should we expect a drop in rents to attract occupiers to these secondary markets? This eventuality will only be used as a last resort. Between the prospering Central Business District, hesitant intermediate markets, and struggling emerging markets, it is clear that geographical segmentation is the defining factor of the Parisian market.

This geographical segmentation will further the differentiation between assets. Upward rental pressure has not affected the majority of second-hand buildings on the market, and there is no reason that it will do so in the future. Average rents will therefore remain steady at the regional level, as rents for second-hand buildings in secondary markets continue their decline.

This divided, segmented – or even hyper-segmented – market will require an analytical capacity and particularly fine expertise, appropriate for the differences in the performance of assets.

Finally, as previous market cycles have shown, this will surely not be the last tango in Paris...

QUESTIONS TO DIMITRI BOULTE

Dimitri Boulte is Deputy Chief Executive Officer / Operations Manager for SFL



Transactions, specifically those involving large occupiers, stalled during the second quarter of 2011. Do you see this as symptomatic of the current economic uncertainties and do you think that the slowdown will last?

It is important to draw a clear distinction between the various markets when it comes to noting the slowdown in transactions:

For example, if we consider the market segment on which SFL is active, for example the prime Parisian office market (which is almost exclusively concentrated in the Central Business District), demand has remained stable in the 1,000 sq m to 5,000 sq m segment and rent levels have shown resilience in spite of the difficult economic backdrop.

We did of course notice a marked lengthening of the time between first visits and lease signatures which shows a lack of visibility from companies regarding the future and the changes in the economic environment, but the fact is that good office space, that is to say office space which meets current occupier requirements, still tends to let.

The situation is very different and variable for markets where there is significantly more supply, for instance the Parisian inner suburbs where many new developments remain vacant in spite of their high quality.

Taking into consideration the major and lasting economic uncertainty, and given the impending national elections in our country, our view is that there is a marked trend towards a greater segmentation of the leasing market:

- 1. a robust resilience of the prime Parisian market for properties which are able to deal with changes in occupier requirements, demonstrating a more selective approach to the quality of the workspace, the facilities, the comfort and convenience etc. This market is epitomised by a greater perceived "occupation value" for occupiers using such properties as their front office or headquarters.*
- 2. an oversupply of vacant office space in the inner suburbs, which may be impacted more severely should demand decrease over the coming months as many have forecast. The "occupation value" in this market is much lower as the properties are generally used as back offices, and the market is influenced more by economic considerations.*
- 3. an intermediate market which is finding it hard to position itself as front or back-office (for example part of the inner suburbs and La Défense) as while the properties are too expensive for back-office operations, they vary too much in terms of quality to host front-office operations.*

From our point of view, this assessment applies to the major office occupiers' activity in certain geographical sectors for prime assets. Genuine interest is evident from major businesses for grade A properties where the quality of the workspace constitutes a direct element of the added value (i.e. "occupation value"). Our own IN/OUT development in Boulogne in the Parisian inner suburbs fits into this segment as it features over 30,000 sq m of high quality, regulation-compliant office space in an exceptional setting, boasting modern

architecture and offering a range of services to the future occupiers. With over 18 months until delivery, we are already holding advanced discussions with major businesses and are looking forward to pre-letting this unique property.

Only 20% of the vacant properties available in the Ile-de-France region in the summer of 2011 could be described as "grade A". Only 20% of the region's office space has been constructed or refurbished over the past 10 years. This demonstrates why a large amount of occupiers are dissatisfied with their office space. Therefore how do we avoid the letting market seizing up at a time when it is becoming more and more difficult to launch construction or refurbishment projects from scratch due to the difficulty in securing financing?

This question strikes at the very heart of the topic of office real-estate, and therefore is also at the heart of SFL's strategy.

The quality of a property should be the key concern of its developers or owners, in order to avoid generating occupier dissatisfaction. Growing concern over the quality of their office space among senior employees is evident. This concern is expected to intensify amid circumstances of enhanced nervousness in the developed economies due to greater risks and uncertainties for companies and job security. Companies must be able to guarantee their employees a certain degree of security, good working conditions and thus greater motivation, in order to attract and hold on to the best talent.



108/112 avenue de Wagram
Paris 17th

Office space therefore plays an important role, as it contributes directly to the added value of companies as opposed to being a mere matter of cost per sq m. This change of attitude constitutes a major development in the real-estate market which we are witnessing more and more.

Under these circumstances, the quality of the current supply of office space (location, facilities, workspace, convenience for users, services, sustainability, etc.) contributes directly to occupier satisfaction or dissatisfaction. All of the markets, and particularly the prime office market, require the greatest attention to be focused on this element, which is what we are endeavouring to do at SFL, where we see our clients as the people who work in our buildings rather than simply the tenant (B to B to C approach).

This does not mean that the letting market will "seize up"; it will merely become increasingly segmented regarding rental values (a trend that is already under way), but conversely, regarding prime assets which should prove highly resilient following their quality location, services, specifications and facilities. Faced with a more selective demand, disparities between rental values may further increase depending on the market segments: front-office markets, particularly in the CBD, should hold their own whereas back-office markets with run-off-the-mill facilities and specifications are likely to further suffer.

Your question also raises questions about investors-cum-landlords strategies: should I refurbish my building or leave it as is? It is true that considering the current difficulty in securing financing and the uncertain leasing market, it is debatable whether it is worthwhile to create value. Our position is to adopt a proactive strategy which involves the refurbishment and renovation of office space in order to adapt to changes in the market and in the occupier requirements, which are increasingly selective.

Such an approach is probably easier for traditional real-estate investment companies such as SFL, which have a more long-term outlook and are less sensitive to uncertainties in the market thanks to their stable financial resources. It is this approach which underpins our IN/OUT development in Boulogne, where we are convinced that there will not be another development of equivalent quality come 2013.

What is your prediction regarding rental values trends over the coming months, in particular in the prime or "grade A" segment?

The prime Parisian market, with its very high geographical concentration, its comparable asset qualities (and floor plates of between 1,000 and 5,000 sq m), its excellent accessibility (by public transport) and visibility, and its wide range of services, we are highly confident about the growth in rental values, especially considering the very limited amount of supply and the sustained demand in spite of the economic circumstances.

This illustrates SFL's strategy; let me give you three examples for 2011:

- 1. Tremendous resilience at Washington Plaza, where we have signed leases for more than 10,000 sq m since the first of January at more than € 600/sq m;*
- 2. Consistent rental values for prime office space: for instance, we have just signed a lease over 1,800 sq m of space within the Cézanne Saint-Honoré development for € 730/sq m;*
- 3. Greater awareness of the importance of the notion of "occupier value" of the workplace among companies, as illustrated by the return of Zurich Insurance to Paris (at a rent of more than € 670/sq m in one of our buildings, "108Wagram" whereas their rent was barely more than half this level in Levallois), motivated by the location, the accessibility, the proximity to clients and suppliers, the quality of the facilities and the effect this has on the motivation of the employees.*

We therefore believe that the prime office segment should prove particularly resilient for properties of a particular size (> to 1,000 sq m) which feature the most modern standards.

Conditions of economic uncertainty tend to generate opportunities. How is SFL positioning itself under these circumstances as a landlord and potential investor?

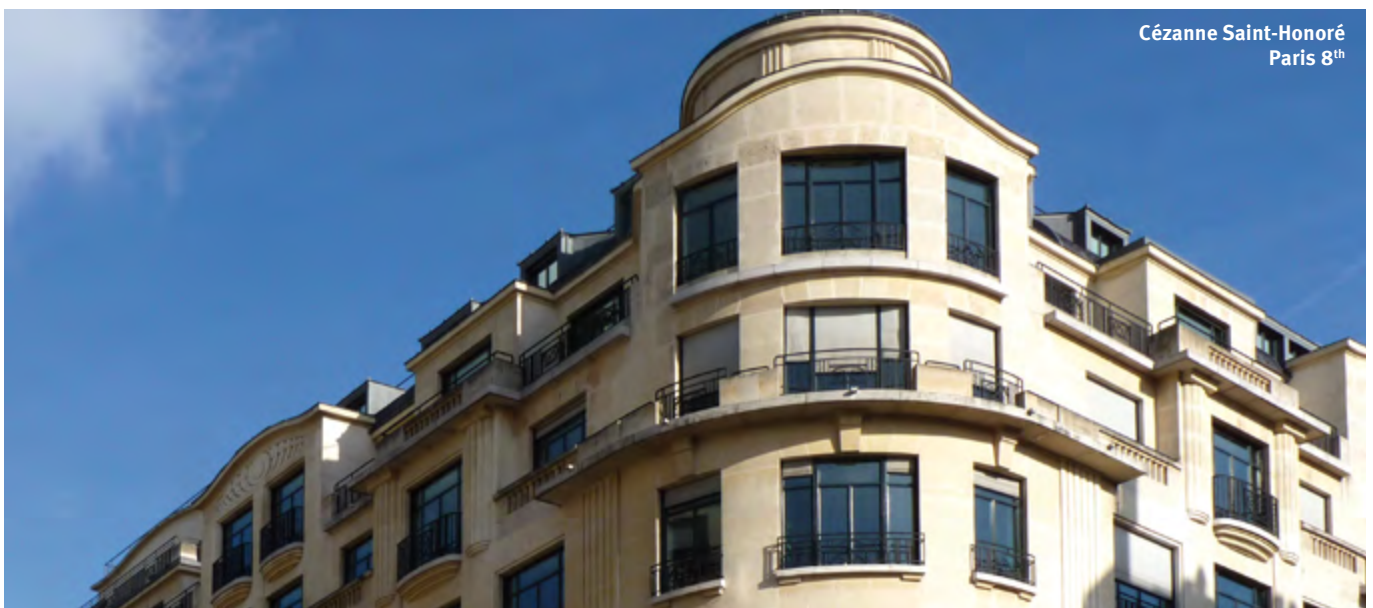
SFL aims to be the leading operator of prime Parisian office space by building upon its experience and capitalising on its unique and non-replicable asset base.

As an owner, we make sure we are aware of the level of satisfaction of our clients/occupiers and are working to enhance the "occupation value" of our buildings. Each of our buildings has undergone an in-depth audit to identify the areas requiring more work:

- *Identity and accessibility,*
- *Deployment of a comprehensive range of services,*
- *Quality and enhancement of the areas (external and internal),*
- *Marketing,*
- *Cost control,*
- *Environmental aspirations.*

We are thus in the process of implementing specific actions on an asset by asset basis, with the aim of meeting the expectations of front-office users: for instance, our development at 92 Champs-Élysées (known as "Ozone") will be unique on the Champs-Élysées in terms of refurbishment quality, environmental goals, combining modern and elegant design and remarkable architecture.

As an investor, SFL intends to take advantage of the opportunities which will arise on the market under these macro-economic circumstances. Thanks to a low level of debt and our staff with proven know-how who are able to assess and create real-estate value, a very strong reactivity and rapid decision-making, we intend to be active both on corporate deals (as was the case with the acquisition of a shareholding in the Siic de Paris) and on asset deals, in total coherence with the selective strategy of SFL (location, size, quality).



Cézanne Saint-Honoré
Paris 8th

THE INVESTMENT MARKET

Mad Max



Market highlights

- ◆ Volumes invested in Q3 2011 stood at a very healthy €2.4 billion, although this figure was inflated by a very large and unrepresentative transaction.
- ◆ At €8.75 billion, investment levels in the Greater Paris Region on a full-year basis could be slightly higher than those observed in 2010.
- ◆ Conversely, the outlook is less favourable for 2012, as profound changes are expected to take hold in the market in the coming months.
- ◆ Now more than ever, "core" assets are viewed as safe havens, which ensures continued interest in the commercial real estate sector, even in the current financial environment.
- ◆ The trend towards "zero risk" remains dominant in the investment market, with the concept of risk becoming more random than before.
- ◆ Prime yields have stabilised since the start of 2011. Meanwhile, the gap between prime and second-tier properties has widened. The market is therefore trending towards fragmented values.

TRENDS

Volumes invested

In the 1979 film *Mad Max*, which depicts a world destabilised by weakened nations, a cool head proves to be the best weapon in the fight against disorder. More than 30 years later, the same could be said of the quiet cool required to face the ongoing financial crisis and market turmoil that has been raging since last summer. In a world where confidence is rattled, nerves of steel are vital; as such, cool composure is the order of the day as we examine the repercussions of the crisis for the commercial real estate sector. Increasingly dependent on the availability of bank financing, the real estate investment market is bound to be affected by the crisis one way or another – what remains to be seen is when this impact will be felt, what form it will take and the extent to which the tremors will be felt.

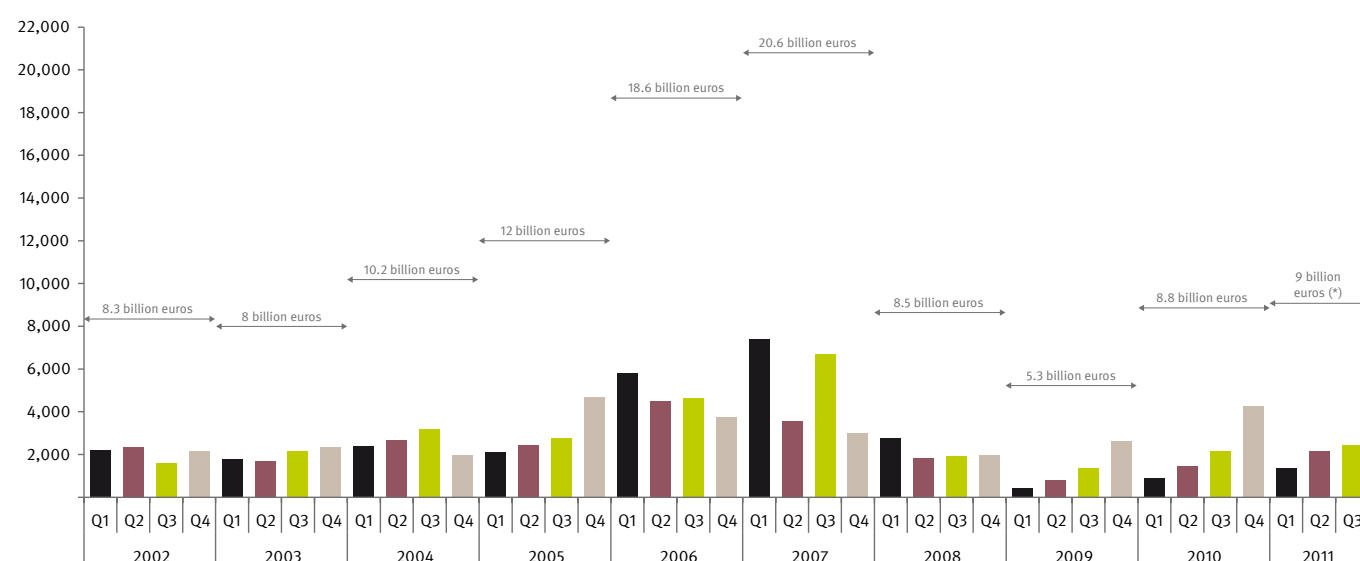
The strong results posted in Q3 2011 belie the fact that something is amiss: the investment market continued to accelerate, with over €2.4 billion invested in the Greater Paris Region in just three months – a 14% increase from the €2.14 billion invested during Q2, itself a sharp 59% increase over Q1. These remarkable results are somewhat misleading, in that they were steroid-fuelled, as was take-up in the letting market. Third-quarter investment volume was artificially inflated by a single transaction: the acquisition by Norges Bank Investment Management (Norwegian sovereign wealth fund^[1]) of a 50% share of a portfolio held by Axa Investment Management. This €700 million transaction, which resembled a financial investment more than a real estate investment, accounted for 29% of the total volume invested in the Greater Paris Region in Q3 2011. Were it not for this transaction, quarterly investment would have totalled €1.7 billion, which would have represented a 21% decrease over the previous quarter, rather than the 14% increase that was actually posted – a substantial difference, indeed. However, we should not balk at affirming the robust health of the investment market in the Paris region, for these results confirm Paris's standing as the second largest European investment market behind London.

^[1] A portfolio of seven properties (including two in the 8th arrondissement, two in the 9th arrondissement, one at La Défense and two in the Western Crescent) totalling 156,000 sq. m and amounting to €1.4 billion

Volumes invested in Ile-de-France (in million euros)

(*) Forecast for 2011

Sources: Knight Frank, Immostat



At the end of Q3, year-to-date investment in office real estate in the Greater Paris Region totalled €6 billion. This represents an increase of €1.4 billion, or 32%, over the first nine months of 2010. This improvement is all the more significant when we consider that the market stayed on track this past summer, despite the all-too-familiar context of economic and financial turmoil. Although it was originally feared that the investment market would stall, its momentum carried it through the summer, despite the anxieties of market players. Indeed, the majority of negotiations that were already underway, having been initiated during the calm before the storm, were concluded without incident.

Nonetheless, the various obstacles identified several months ago remain in place, preventing the return of the "good old days" – the boom years preceding the subprime crisis and the collapse of Lehman Brothers, during which buyers were clamouring to invest in even the most commonplace properties. As we noted in the previous issue of Paris Vision, securing financing has left buyers obsessed with the notion of security. Assets are therefore considered attractive and valuable insofar as they offer reduced risk. This focus on "zero risk" has driven the investment market to be heavily concentrated on a narrow asset segment: properties with long leases concluded with tenants deemed to be reliable. This focus on secure assets should be regarded with scepticism, as it is the mere perception of security that counts. It is therefore instructive to apply the beauty pageant metaphor employed by Keynes^[2] to the real estate market: to explain the price formation of an asset or share, the famed British economist drew upon the example of a contest organised by a London newspaper in which readers were presented with photographs of 100 women, and were asked to guess which five would be considered the most beautiful by majority opinion. It turned out that the best strategy in this game was not to select the five women that the contestant judged most beautiful, but rather the five women most likely to be deemed beautiful by majority opinion. According to this logic, the price of an asset is determined less by its intrinsic value than by the majority perception of what that value is. To a large extent, the same holds true for real estate assets: properties are not judged on their intrinsic security or risk, but rather on what investors perceive other investors' perception of security or risk to be.

A simple illustration of this principle would be to consider what constitutes a "reliable" asset in today's market. Any asset that does not match this global consensus, due to some perceived fault or weakness, will be heavily penalised. The aversion to the risk associated with properties that fall outside the narrow range of what is acceptable is evidenced by the longer sale periods associated with these properties – if not their outright withdrawal from the market once sellers find it impossible to accord the costly incentives demanded by the few potential buyers.

The only modest exception to this systematic rejection of risk is the market for "off-plan", or speculative, construction (VEFA), which is improving, albeit timidly. For example, Q3 2011 witnessed the acquisition of three speculative properties, for a total of €200 million (8% of total quarterly investment). These transactions aside, the general trend is toward properties sheltered from rental risks. Take, for example, DEKA's acquisition of 31,800 sq. m of office space at 19-29 rue de Vienne/38-46 rue du Rocher (Paris 8th arrondissement) from Nexity for over €300 million: tenants have already been secured for more than half of the surfaces. Overall, the quantity of purely speculative space placed on the market remains limited; the resurgence of an extensive supply of new or redeveloped stock is therefore not on the immediate horizon...

The pursuit of risk avoidance also limits the possibilities for transactions involving large properties. For sellers, putting a large property or portfolio on the market implies the risk of exposure should the sale fail or be concluded under less favourable conditions than initially hoped. Meanwhile, potential buyers are reluctant to place all of their eggs in one basket; those who do commit avoid venturing the course alone.

^[2] John Maynard Keynes, *General Theory of Employment, Interest and Money*, Chapter 12 (published in 1936).

A recent illustration of this tendency toward collective action is HRO's sale of the 63,000 sq. m River Ouest in Bezons for over €360 million via a "club deal" involving the Caisse des Dépôts et Consignations, Crédit Agricole and Scor. However, the limited nature of the large transaction segment is not apparent when looking at the 2011 year-to-date results: the Norges Bank/Axa transaction (€700 million) inflated the share of large transactions (those in excess of €100 million), bringing it up to 44% of total volumes invested since the start of the year (the same share recorded in 2010). Without this transaction, the share of large transactions would have remained at the half-year level of 33%. For now, the Paris market has not effectively proved its capacity to absorb large transactions, which is set to be a major challenge for the market in the coming months (see "Outlook").

Moreover, the Paris market remains hobbled by the scarcity of retail properties for sale, as retail – particularly shopfronts situated on major commercial thoroughfares in city centres – is generally considered to be one of the most secure (and desirable) asset classes. Due to the lack of available retail stock, the Parisian market is highly concentrated on offices: in 2011, this concentration was even more noticeable than in the past, with offices accounting for 88% of year-to-date investment, compared to 76% the previous year.

The results posted in Q3 2011, skewed by the enormous Norges Bank transaction, tend to mask the marked trend observed over the past few months, namely a wider geographic distribution in the amounts invested. In 2011 year-to-date, 43% of investment in the Greater Paris Region was concentrated in Paris proper, 26% of which was situated in the central business district. To lend perspective, the central business district's market share stood at 35% at half-year 2010, and 21% for 2010 on the whole. We have also seen another sector take off start of 2011, with investment in the Western Crescent increasing to 28% in Q3 2011 (compared with 17% the previous year). This sector reaped the benefits of the Norges Bank transaction and of the incorporation of the Horizons tower transaction at Boulogne-Billancourt by Gecina.

Furthermore, the sale of River Ouest, a core asset located at Bezons (second-ring suburb), provides a perfect illustration of the trend toward geographic diversification. The importance of having a prestigious Parisian seems to have decreased as investors focus more on a building's intrinsic qualities. Over the past year, this shift has injected a breath of fresh air into the Greater Paris market, which is severely lacking in attractive real estate investment opportunities.



Buyers

The strong results posted during the first three quarters of 2011 mask a downturn in demand from foreign buyers. Historically, the strong presence of international investors has been one of the most salient characteristics of the Paris market, with international investors regularly accounting up to 70% of investment volumes. This trend was reversed during the throes of the 2008-9 financial crisis, as the share of foreign investment in the property market tumbled to around 45%. Since then, the re-internationalisation of the Greater Paris market has lagged – a situation that was not helped by the global financial turmoil of this past summer. Foreign funds represented only 41% of the amounts invested during the first three quarters of 2011. However, this should not be attributed to the flight of foreign investors or to a loss of confidence in the Paris market by investors located beyond our borders, but rather to several French players' newfound appetite for real estate in the Paris region; an appetite which has not been matched to the same degree by foreign investors. Naturally, this new development must be regarded in relative terms, since it is becoming increasingly irrelevant to apply the criterion of nationality to the players in this market: buyers may act in their own name or on behalf of third parties, or they may operate through one or more vehicles for the collection and investment of funds of diverse origin. Nationality is no longer a true measure of an increasingly complex, financialised market with globalised players.

However, the recent upsurge of domestic players reveals an important development that is likely to impact the way in which the investment market is structured: institutional investors, notably insurance companies and pension funds, are keen to increase their property portfolios. As they are obliged to provide their clients with guaranteed returns, these investors are therefore compelled to maximise the security of their revenues in the long term. The unstable stock market environment that has predominated since 2007, coupled with the turmoil of the bond market (particularly sovereign bonds), has boosted interest in real estate, which is now emerging as an island of stability. For the past two to three years, there have been signs that institutional investors intended to increase the proportion of real estate in their balance sheets, but the full extent of this strategy is only just now emerging. Undoubtedly driven by a double concern for security and facility, investors are increasingly focusing first on their own domestic markets. However, it is unclear whether this trend will last: witness, for example, the Norwegian sovereign wealth fund's €700-million investment in an Axa portfolio of Parisian assets. The French insurer has said that its decision to sell a 50% stake in its Paris-based portfolio was intended to free up capital with a view to constituting a more geographically diversified European asset portfolio.

It is therefore probable that the market will continue to see an increase in international players in the next few months, characterised by the entry of new names lured by the security offered by both real estate, in general, and the Paris region, in particular.

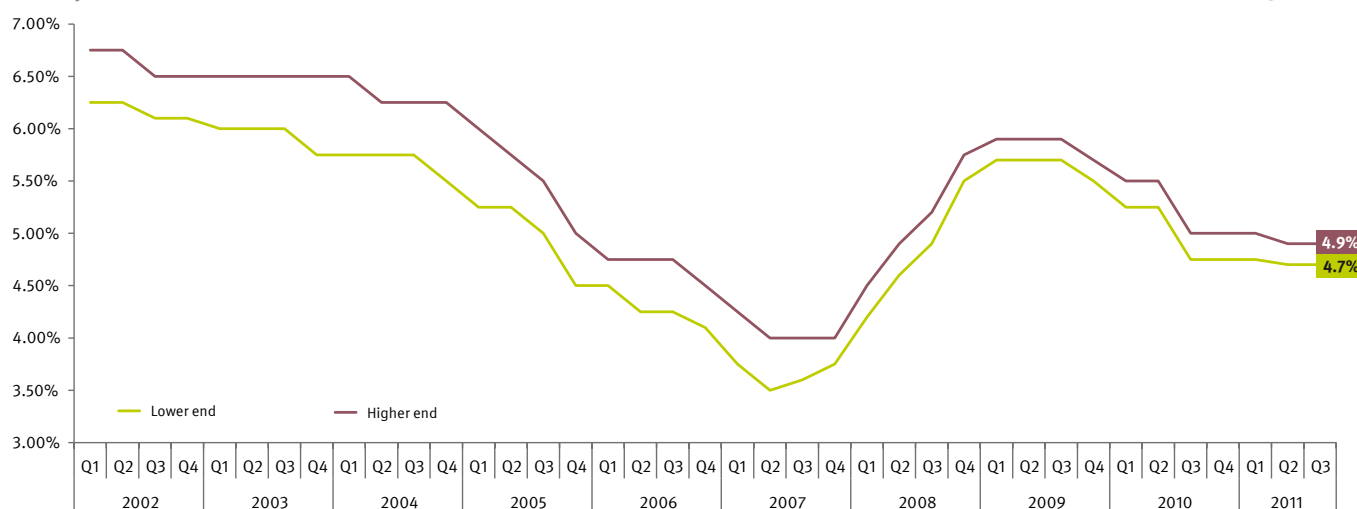
Prices and yields

Prime rates of return in the central business district of Paris contracted slightly in Q3 2011. This contraction was driven solely by private investors, who, as part of their long-term strategy, are prepared to bid up prices in the name of constituting a portfolio of core assets. In their eyes, these properties, much like recognised artworks or certain vineyards, constitute a rare opportunity to purchase hard assets. As a result of this contraction, prime rates of return on office buildings in the central business district of Paris range from 4.60 to 4.75%. However, the overall market remains above the symbolic 5% threshold.

Accordingly, the first nine months of the year have been characterised by the stability of rates of return for the most sought-after assets. The trend toward falling prime rates, which was witnessed in late 2009 and signalled renewed market appetite, is no more; apart from the 15-basis point drop in the central business district, prime rates have not shifted from their start-of-year values. Not only is the market Malthusian with regard to the quality of the assets sold, but buyers are also refusing to raise price, undoubtedly for fear of deterring bankers and financiers. Until some bounce returns to the financial markets, a renewed downward spiral in return rates seems out of the question. It is important to point out that the fall has been significant, when we consider that prime yields in the central business district ranged from 5.70 to 5.90% two years ago, that is 110 basis points above where they are now.

Prime yields in Paris Central Business District (in %)

Source: Knight Frank



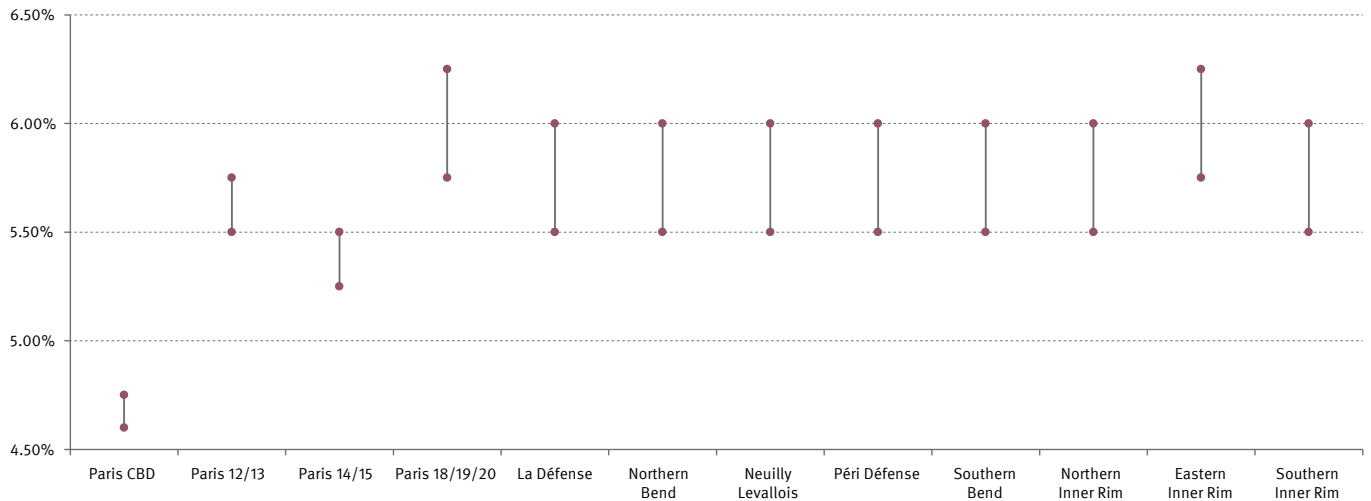
Investment in the central business district has returned to the levels recorded in mid-2008, before the panic which followed the fall of a major US investment bank, but after the first warning shot – in the form of the subprime crisis – had been fired. Now, as then, we are in a truly intermediate situation, typical of periods of uncertainty.

This trend is identical throughout the Greater Paris region, although it is primarily theoretical in certain geographical submarkets, due to the scarcity of references in property transactions. As mentioned above, this scarcity, which stems from the lack of core assets available for sale, has prompted a major evolution in the investment market, namely the re-evaluation of the concept of flagship markets: whereas investors traditionally prized a property's address above all else, they are increasingly focused on the intrinsic qualities of that property. Nowadays, investors consider a property's technical performance, the soundness of its tenants and the terms of the lease commitments; the formerly all-important location criterion has become secondary.

The acquisition of River Ouest at Bezons provides a vivid illustration of this trend. This means that the narrowing of the gap between prime yields between the different markets observed in 2010 is continuing in the current phase.

Prime yields per geographical sector (in %)

Source: Knight Frank



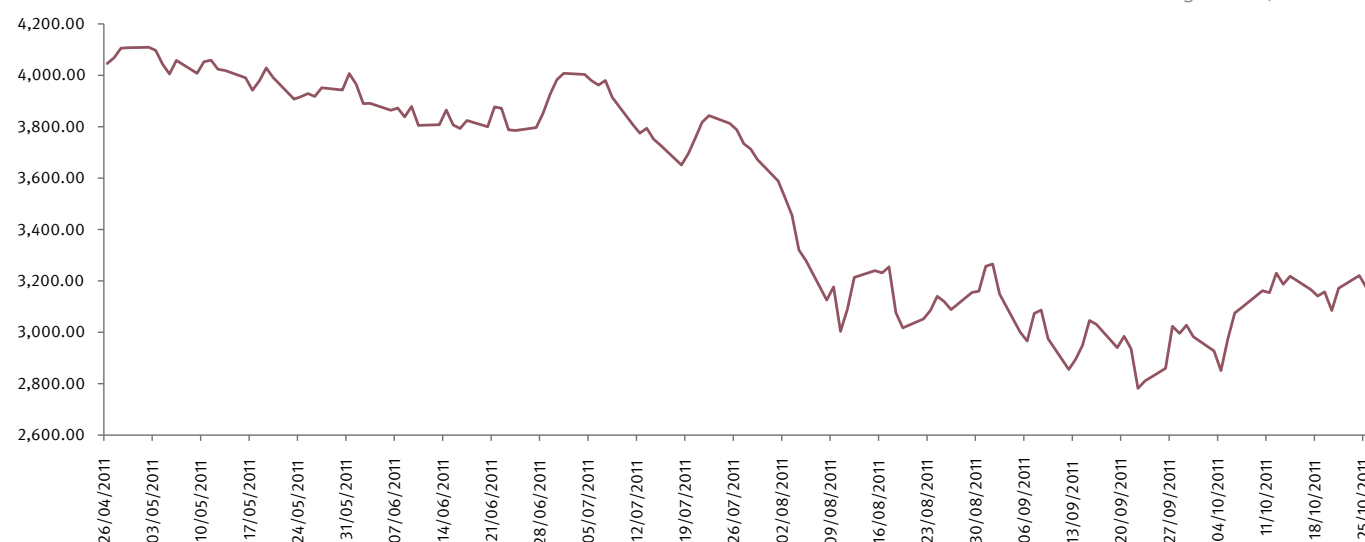
Conversely, outside of the core segment, it has become almost impossible to find a buyer, regardless of the location, without conceding considerable risk premiums that give rise to very high rates of return. Once again, segmentation is the operative word of the Paris market.

OUTLOOK

Sovereign states have tumbled from their pedestal; with their fall, sovereign debt, once regarded as the safest asset class, has become a ticking time-bomb, threatening to explode at any moment. As Daniel Cohen noted in last year's edition of this very publication, government debt is burning investors' fingers and destroying the balance sheets of banks. Is it possible for a nation to default? Nonetheless, Greek debt must be restructured. And what if Greece is not the only nation to teeter and fall? What of the survival of our banks, which have historically been so proud and reliable? In this game, where the psychology of the players counts as much as the reality of the dangers lurking all about, sheep-like reflexes and over-reactions cause damage every bit as devastating as the initial dangers themselves. The impact of the debt crisis cannot be underestimated. The entire financial system has been weakened in the face of what was only the illusion of economic performance. Keeping a cool head in this current uncertain economic environment could prove a tall order. The largest CAC 40-listed companies in the Paris bourse index have seen their value eroded by almost 20% in six months. Bank shares collapsed last summer, sometimes shedding as much as 15% of their value in one session.

Six-month CAC 40 index

Sources: Knight Frank/Euronext



There is a degree of irrationality in these movements. Speculation, more or less instigated by rumour and market noise has greatly amplified stock market movements, especially in bank shares. The regulators in Paris, Madrid, Milan or Brussels banned short selling^[3] of a number of bank securities for a period of 15 days in August, it was because they were convinced of the malicious role played by a few market operators. The move silenced a number of unfounded rumours for a period of time. France and Germany now want to restrict short selling of sovereign debt as much as possible. The fact remains that the best defence against irrationality is confidence, and there is a long road ahead to restore confidence in the financial markets.

The commercial real estate investment market is holding its own in these stormy market conditions, as we have seen, or is even performing better than we had hoped this summer. Tertiary real estate assets in the Paris region attracted investment exceeding €2.4 billion during Q3 2011.

Naturally, the lag time to tie-up transactions means that the market has not yet reflected the financial turmoil. However, these movements confirm once more that instability tends to favour so-called safe-haven assets. Oil, gold, wine and art have the wind in their sails.

^[3] Short selling consists of selling financial securities that the seller does not own. A product is sold at the price on the sale date on the assumption that the seller will be able to buy it back at a lower price and profit from the falling stock price. Short sales exacerbate price fluctuations.

Alcora, which has knocked De Beers off its perch as the world's leading diamond producer, just announced a five-fold increase in half-year net income since 2009. Prices paid for contemporary art reached new highs during the most recent FIAC^[4] in Paris. Investors turned resolutely to hard assets, i.e. assets with an intrinsic, almost material value. With investors increasingly seeking security and confidence, real estate is set to profit. Bricks and mortar - or steel and glass - represent a safe haven: the construction cost index, the benchmark against which offices rents are reviewed during a lease, climbed 5.01% annually in Q2 2011. Few assets can offer such a return in the current climate. A real estate holding is perceived as a guarantee of stability as evident by the clear intent of a number of institutional investors to increase the proportion of real estate on their balance sheets. Insurance and reinsurance companies, for example, are encouraged to re-position their real estate allocations in their portfolios by the reform of the European Solvency II Directive, aimed at adapting capital adequacy to the reality of the risks of their business. There is therefore no reason to expect that the real estate investment market will be deserted in the short or medium term.

An additional factor that should invigorate this market is the ending of the REIT (Real Estate Investment Trust)/REMF (Real Estate Mutual Fund) regime (known as the SIIC regime) provided under Article 210E of the French General Tax Code. This scheme provided for taxation at a reduced rate on capital gains realised from sales to certain legal entities with public offerings. It is due to expire at the end of the year, which should accelerate the pace of sales in Q3 2011 and lead to a dynamic year-end 2011 ahead of expectations.

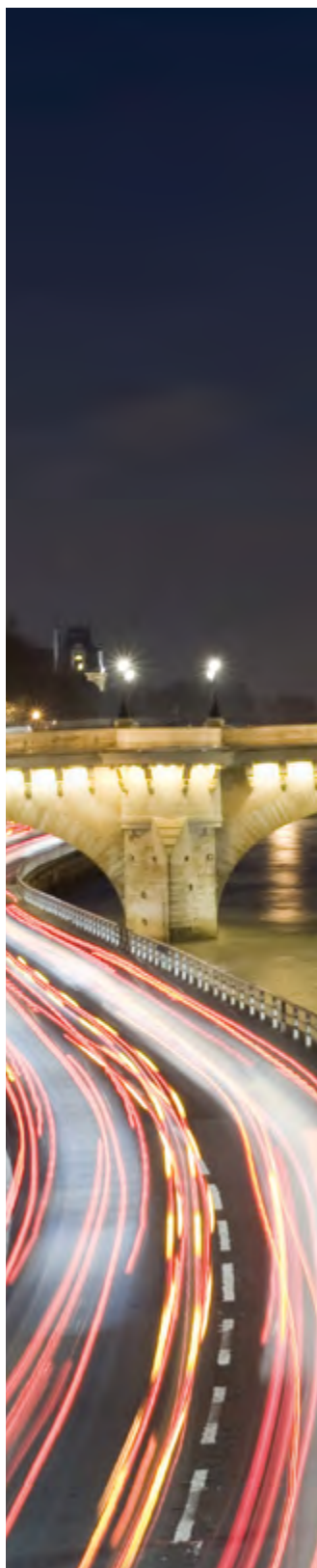
We could see the bar raised slightly in the tertiary investment market, with totals for 2011 increasing to above the €9-billion mark on a full-year basis from the €8.75 billion recorded in 2010.

However, it would be naive to believe that the current turmoil in the financial markets will not have implications for the real estate market, for the simple reason that banks will not emerge unscathed. Under pressure, they will be more risk-averse than ever, resulting in tightening of credit conditions. In this environment, core assets should continue to gather momentum with banks continuing to give priority to investors providing solid equity guarantees. We could even see a tightening of the loan to value (LTV) ratio around or below 50%, including for the most secure acquisitions.

This prudent approach by banks moreover could see certain investors consigned to the sidelines squeezing out those that face the greatest difficulties refinancing their assets if the appraised value drops below the remaining loan outstanding on the acquisition. Sales should increase as a result. The number of properties coming on steam will be further increased by the scheduled closure of a number of open-end German funds that will disengage from the market, bringing the issue of distressed assets into the spotlight. Long expected but never really witnessed in the Paris region, these distressed opportunities could become a reality and one of the main drivers of investment activity.

The segment of large properties and large portfolios is most concerned, and is now showing signs of new life after a long period at a standstill. However, it remains handicapped by potential buyers' concern about tying up too much of their balance sheet in too few assets. One solution has already been used for the acquisition of River Oust and is set to develop further: the club deal where buyers share the risk involved in the asset.

^[4] International Contemporary Art Fair



This solution is not a cure-all solution and is difficult to implement. The challenge here is the capacity of the Paris region market to absorb these large assets, which to date has not been demonstrated. One obvious consideration is clear: sale negotiations will be long and hard with no guarantee of a deal being reached. Once again, a steady nerve will be decisive to prevent prices from being slashed.

The ability of the Paris region to attract new money is a major challenge in this context. As we are well aware, there are enormous financial flows available in the Middle East and in the emerging world. Their fund managers are on the look-out for investments and are already positioned in London's commercial real estate market. On the continent, the largest transaction of 2010 was the acquisition by the South Korean pension fund (NPS) of the Sony Center in Berlin. Since the capacity of the Paris real estate market to absorb large asset transactions will depend in large measure on the arrival of these newcomers to the market, the entrance of a new player such as Norges Bank bodes very well.

We expect to see a totally different market configuration take shape in 2012 with more properties for sale and new buyers. Whereas a lull in the market is to be expected for the time it takes to establish this new model, it does not mean a collapse, for all of the reasons outlined above. It is possible, however, that investment volumes at year-end will fall below the levels achieved in 2010 and 2011.

The climate of economic and financial uncertainty does not favour a renewed downward trend in return rates, except for a few small-scale and highly secure high-end assets constituting a potential target for private investors seeking safe-haven investments.

Leaving aside this specific configuration, the most probable hypothesis is that prime yields will stabilise around their current levels with core assets continuing to be the winners. For other assets deemed less high-end and less secure, the tighter the contraction in the number of potential buyers and the greater the complexity of financing deals, the more these yields are likely to be pushed out.

New players, a plethora of assets, fragmenting values... Simplicity is nowhere in sight. Real opportunities do however exist for investors capable of calmly formulating strategy far from the whim of the crowd. A degree of confidence in global financial markets was restored by the deal hammered out during the European summit of 27 October 2011 on resolving the Greek debt crisis. Recapitalising the banks could help further, especially as the agreement opens the way for non-European and particularly Chinese capital. Of course, this confidence must last. If this proves to be the case, by stabilising the euro and opening up the euro zone to emerging funds, it will be a magnificent opportunity for Paris, the unrivalled star of the euro zone in the tertiary real estate segment.

QUESTIONS TO CHRISTIAN DELAIRE

Christian Delaire is Chief Executive Officer of AEW Europe



Investment in commercial real estate gradually recovered between 2010 and the first half of 2011. In your view, what will be the impact of the financial upheavals of the past summer on the financing of future acquisitions and on the overall volume of activity?

In our opinion, the overall volume of investment should not be affected. Although certain investors have frozen their investment programme, others have maintained or even increased the volume of their investments. For them, real estate, in general, and "core" real estate, in particular, represents a genuine safe haven asset class, by virtue of the fact that it offers substantial residual value, relatively predictable cash-flows and – especially important in the current environment – good protection against the risks of inflation.

In the wake of this summer's market upheavals, the market for financing is more complicated. The trend towards de-leveraging is continuing and even accelerating. This is true for borrowers and lenders alike. Among the latter, we are witnessing a complete transformation of the real estate debt market in Europe: while some traditional players have remained active, others are in the process of withdrawing from the market, and new players (notably debt funds) are now appearing, which is reminiscent of what happened in the United States in the early 1990s.

Regardless of the source of the financing, lenders have become extremely selective, and only agree to finance secured assets, held by reliable management companies or investors, with comprehensive facilities and high performance. The old adage "we only lend to the rich" has never been more apt.

Risk-averse investors have developed a penchant for so-called "core" assets. Is the definition of "core" intangible, or is it, on the contrary, subject to evolve?

Although the definition of what constitutes a "core" fund is now clarified (see the recent work of INREV), the definition of a "core" asset remains highly variable from one investor to the next. For some, an asset is only a core asset if its rental flows are secured for a rather lengthy period of time. Without belittling the importance of rental considerations, we at AEW Europe believe that an asset is a "core" asset when it is well located, well built, well served by infrastructure and when it meets the requirements of its users. In concrete terms, this means that we are prepared to take rental risks by investing in otherwise worthy properties. Moreover, it is important to bear in mind that even the most secure rental income stream is bound to come to an end at some point, meaning that a rental risk will eventually arise.

The arrival of "distressed" assets on the market – which has been expected, feared or even hoped for over the past several years – now seems highly unlikely. Do you believe that this scenario could come to pass in the new financial and banking environment? What form would it take, and for which investors would it constitute an opportunity?

I do not subscribe to the belief that "distressed" assets are unlikely to appear on the real estate market. Indeed, there have already been sales of distressed assets, but the problem is that communication over these sales and the distressed nature of these assets is very limited.

Over the past three years, AEW Europe has deployed an opportunistic strategy, taking advantage of forced sales to buy assets in Spain, France, the Czech Republic and Great Britain.

In my opinion, these sales will become more and more common. There are many reasons for this: certain owners' lack of equity, de-leveraging and the liquidation of certain German open funds, to name but a few. Looking at the US market, we see that distressed sales only appeared late in the cycle; indeed, they appeared as late as 2011. The delay between the US and European cycles leads us to believe that we are about to enter a more intense period of distressed sales.

For those who have the requisite means and reactivity, these sales represent an opportunity to grab a bargain.

The problems involved in financing speculative operations, especially on a large scale, might increase users' dissatisfaction with the offers with which they are presented. To what extent should this risk be taken into consideration, and how should suitable responses be developed?

The risk that you describe is a real risk, but this is also a way to ensure that the market will not suffer from a crisis of over-supply in the coming years, a crisis which affected the French market in the 1990s, and which continues to affect the Dutch market to this day.

In general, the policy of AEW Europe is to try to anticipate and accommodate the requirements of the users of the buildings which we manage. This is something that we manage to do particularly well in the case of our logistics assets. Indeed, anticipating and accommodating user needs is the best way to ensure their satisfaction, and it is something that an asset manager of our size is capable of doing rather well.

The fact is that there are few purely speculative development schemes being launched at this point in time. Nevertheless, in keeping with what I was saying earlier on the topic of "core" assets and rental risks, we have advised some of our major clients to start "from scratch" with the refurbishment of certain assets. We did this with a 10,000 sq m asset located in Montrouge, France, and again with the refurbishment of a 8,000 sq m property in the Golden Triangle. In both of these cases, the risks inherent in speculative development seemed justified, given the quality and the location of the assets in question. Moreover, risk must be assessed in terms of the larger portfolio held by these clients; since the portfolios in question have globally high occupancy rates, we are talking about marginal, easily-manageable risks.



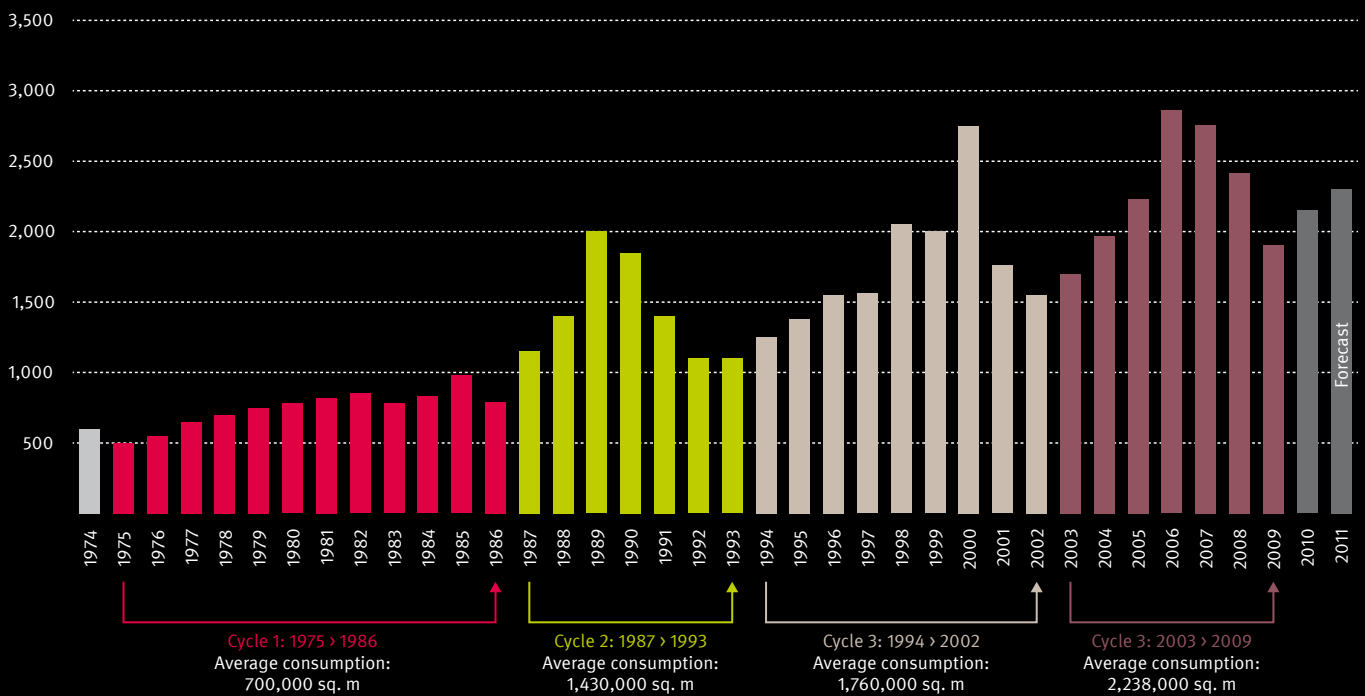
Victoria Michelet
Levallois-Perret
Knight Frank deal

FLASHBACK

Silent films

Trends in take up in Ile-de-France since 1974 (in '000 sq. m)

Source: Knight Frank



Trends in prime rents since 1974 (in € net/sq. m pa)

Source: Knight Frank



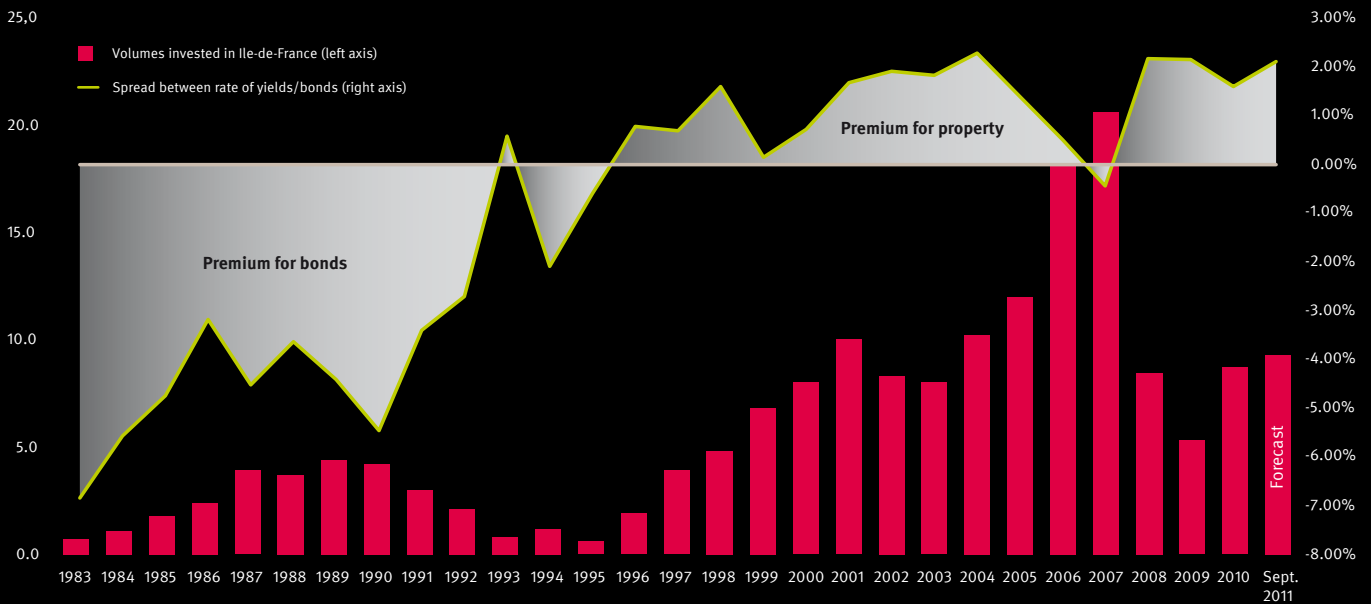
Trends in prime yields (in %)

Source: Knight Frank



Investment volumes and comparative spread between yields and bonds

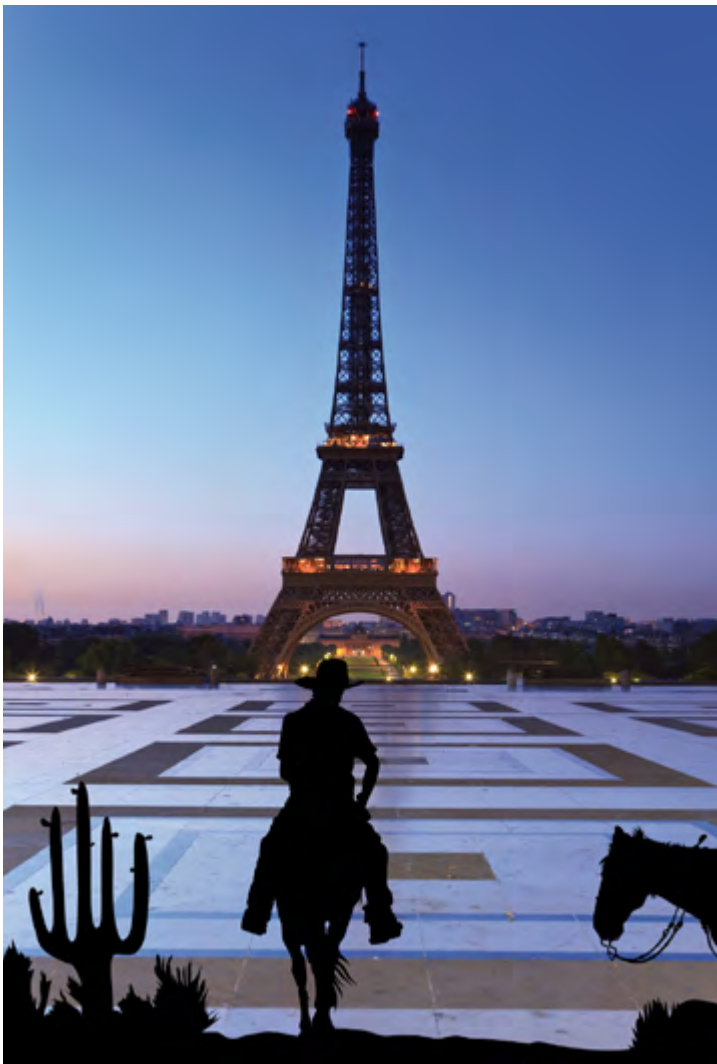
Sources: Knight Frank, CDC - Comité de normalisation obligataire



Nota: yields correspond to the prime yield (intermediary value) in the CBD. Obligatory placement corresponds to OAT TME from 1983 to 1995 and TEC 10 beginning in 1996.

THE RETAIL MARKET

An American in Paris



Market highlights

- ◆ Paris is attracting a growing number of foreign brands which, previously absent from the French capital, are setting up or seeking to establish a presence here.
- ◆ Large mass market groups continue to develop projects in the centre of Paris, sometimes over large retail spaces.
- ◆ They are all positioned in the prime locations, for which competition is fierce, resulting in an increase in rent over the past year.
- ◆ Segmentation between the top spots and other locations is the hot topic for the Paris retail market.
- ◆ Summer 2011 has been sluggish in terms of sales and there are increasing concerns about the performance of household consumption in the coming months.
- ◆ This difficult context is likely to curb the opening of any new stores and reduce some rents.

TRENDS

An American, or rather Americans, as well as Canadians, Italians, Japanese and Spanish. Perhaps even Chinese, Brazilians and Indians. In the global village of the retail world, Paris has made a name for itself as a key shopping centre. Paris is the high street where you need to open a store in order to challenge the competition and make a name for yourself. It's the high street which also offers new horizons to brand names from faraway lands where the domestic market is saturated.

Nearly six months after it opened, the flagship Abercrombie & Fitch, on the Champs-Élysées, is always jammed packed. Tourists and French consumers rush there, eager for the latest trends from across the Atlantic. Gap is following suit. Looking for new inspiration on the French market, this American designer will shortly open the first store of its chic, preppy brand Banana Republic on the Champs-Élysées. The Toronto brand, Ports International has just turned up in Paris with Ports 1961, its most specialised branch, in one of the two stores in the Mandarin Oriental, a new luxury hotel on rue Saint-Honoré. Its neighbour will be DSquared², the Italian brand, backed by Diesel which was founded in Milan in 1994 by two Canadian twin brothers, Dean and Dan Caten, also from Toronto who had previously spent six years working for... Ports International. Yes, the world of retail is indeed a global village and Paris is the high street, where everyone knows, crosses paths and competes with each other. And this movement is not about to stop. The decidedly highly active Canadians will be joined next year by Club Monaco, satisfied with its practice run of Paris through its space in Galeries Lafayette. The British chain Prêt à Manger is also starting to expand into the French capital whilst the Spanish brand Desigual is strengthening its presence.

Other brands, from even newer horizons, point their nose and test Parisian waters by using corners in department stores, pop-up stores, the internet and various events. In September 2011, the mythical luxury hotel in Paris, Le Meurice, organised its first Brazilian festival, an opportunity to discover names such as Rosa Kanno and Mabel Magalhaes. Names which will be addressed in Paris over the coming years include J. Crew and Osklen, among others such as Viktoria Bagryantseva who is making a remarkable entrance with her label Lyubov (love in Russian), between her store on rue Cambon and her "pop-up store" in a former petrol station on rue Saint-Honoré. Lyubov also promotes other designs, such as Shourouk jewellery.

Paris, a city open to all four points of the compass, is at the centre of an international spotlight due to the attention it arouses in designers and business owners. It is this attention that drives the market. Jaeger LeCoultre is expanding on Place Vendôme and will soon face another new-comer, Louis Vuitton Jewellery. Levi's is investing in the Champs-Élysées. Emporio Armani will be next door on rue Saint-Honoré, opposite the Mandarin Oriental and just a few steps away from Michael Kors. Such attention also allows new local stars, thought to be declining, to shine again. Supported by the Korean EXR, Jean-Charles de Castelbajac is forging ahead. The designer, whose hey day was in the 1970s and 1980s, has evolved into a "retro-futuristic" icon and is now talking about opening new stores.

All of these labels and brands have one thing in common: they operate in the medium to high end or luxury market segments. They are trying to concentrate on the top locations along the best shopping streets in the French capital: the Champs-Élysées, Faubourg Saint-Honoré, rue Saint-Honoré, avenue Montaigne, Saint-Germain-des-Prés... These names, along with some others, open so many doors for brand assertion. The direct consequence however is that these locations are rare. All the more so since other types of brands may claim these locations. Medium and high end brand names could end up competing with large mass market groups, aiming to re-launch a dated brand and/or boost a range to restore high margins.

C&A will therefore open its new 3,800 sq m Parisian flagship instead of Madelios, two steps away from the Madeleine Church, right next door to the new Sephora outlet. This opening will certainly seek to breathe new life into the Dutch brand founded in 1841, showing several similarities to the Morgan strategy. Morgan, a brand which was in trouble in 2000, has repositioned itself by focusing on its in-house designs, following its takeover by the Beaumanoir group. It's on the road to success as the brand has doubled its turnover since 2009. This resurrection has now materialised in the opening of its new flagship store on the Champs-Élysées.

On Place de la Madeleine, on the other side of what will soon be C&A, Carrefour will create a unique concept in 2012, "les Halles de la Madeleine": a high end supermarket over the 3,200 sq m of the ground and basement floors of the former Palaciovith garage with a 2,000 sq m upstairs restaurant. Carrefour will therefore join Fauchon and Hédiard on the square, which has long been the Mecca of Parisian gastronomy – a tradition which has been slightly lost over the years but which could reappear with the arrival of the second largest retailer in the world.

Evidently, it is better to hold a strong financial position in order to set up in one of these mythical shopping places. As we have mentioned, the top spots are rare. This scarcity is evident for small, medium and large retail areas alike. They are therefore expensive, sometimes very expensive.

Zone A rents usually fall between €4,500 and €7,000/sq m/annum on rue Saint-Honoré, between €6,000 and €8,500 on rue du Faubourg Saint-Honoré and between €7,000 and €10,000 on avenue Montaigne. The average is superior to €7,000 on the Champs-Élysées however zone A rents on the even numbered side of the avenue always exceed €10,000. Even at these levels, margins are increasing for the best locations with a 15% increase in one year on the odd numbered side of this famous avenue.

The lack of opportunities has also allowed new shopping centres to emerge. Following the trend that started approximately ten years ago by a handful of designers and some specialised brands on rue de Bretagne, rue de Poitou and rue Vieille du Temple (3rd district), the Marais district has now achieved prime location status. This is evident further south on rue des Francs Bourgeois and rue des Rosiers (4th district). Previously orientated towards the craft industry and the wholesale and food trade, the Marais district is now an outlet for high end brands and niche businesses. It is making a name for itself as a sort of Saint-Germain-des-Prés on the right bank with rents significantly rising (+15% in one year) while still remaining more attractive: zone A rents range between €1,500 and €4,500 depending on the specific location in the Marais compared to between €3,500 and €6,000 in Saint-Germain-des-Prés.

However, this type of business transformation is rare (see "Outlook" below). In the current climate, excluding number one locations, there is little salvation possible with the exception of local shops. And even these, driven by the food industry, are mainly concentrated in residential areas with high levels of disposable income or in the process of "gentrification". The Casino Group and Galeries Lafayette continue to modernise their stores and impose their Monop' and Daily Monop' concepts, a variant of the mini-supermarket model seen in the Japanese quarter. With a 40% increase in investments in one year, Monoprix seeks to preserve the benefit of its precedence, going from simply ensuring geographic proximity to enhancing its proximity to customer relations. This growth niche arouses keen interest and had led to the arrival of new competitors, such as the A 2 Pas d'Auchan or Carrefour Contact and Carrefour City. So many local shops generally within areas between 300 and 600 sq m. In addition to investing in Monoprix, Casino continues to break new ground by exploring the convenience store concept which combines groceries, services and small-scale catering.

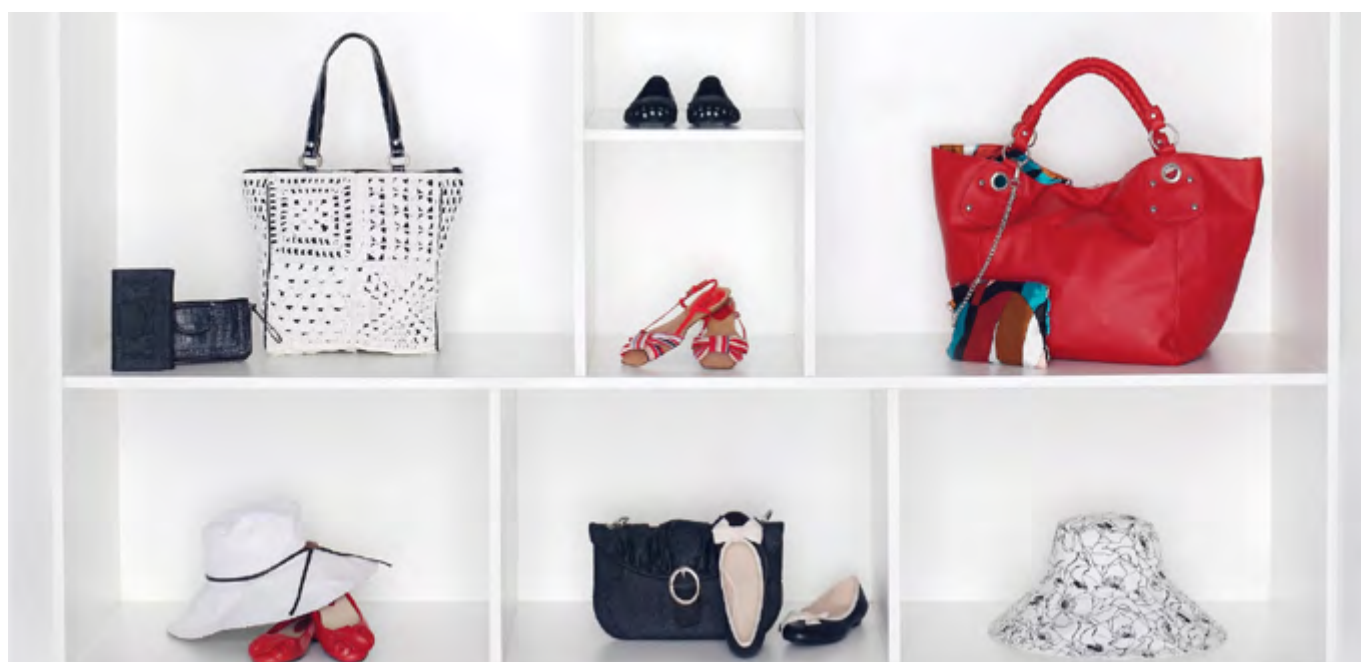
In association with Relay, Casino is testing Chez Jean, whose first store is in the heart of the trendy hub, on avenue de la République (11th district). Open seven days a week from 7am to 11pm, Chez Jean sells 650 grocery products, 150 newspapers and magazines, flowers, wine, champagne bread, phone battery chargers, lottery tickets and serves fast food at the bar which is equipped with Wi-Fi and conveniently located next to in-house cash points. And all in colourful, chic surroundings. In other words, the competition here now is the local bar on the corner, the news agency as you exit the underground and the local grocer at the end of the street. These traditional grocery stores, run by Momo or Lulu who are always there and ready to be of service, even if the prices kill us, this small grocery store, with its loose curtains and dusty crates will be challenged to stand up to the bright colours, cleanliness and fresh products offered by these newcomers.

As a result, all retailers in the Paris district may be affected by these extraterrestrials in the market, unless they make a huge effort to adapt. The fate of many secondary or tertiary retail locations is even more precarious than at the moment. In any case, opticians and estate agencies, which have flourished on every street corner for the past 10 or 15 years, often in completely unlikely locations, can no longer rely on the few cream cakes of the business. There has been a fall in the number of opticians for the first time. And many estate agencies have not lasted the duration.

We are therefore witnessing a widening of the gap between the price of top locations and the price of secondary locations. Whilst rents may increase by 10% - 15% for the most sought after premises, the weighted average rent in Paris is on a downward trend, falling by 6.2% in the first half of 2011 compared to the first half of 2010, from €1,350 to €1,265 net of taxes and charges/sq m/annum.

And so we can see that not all shop windows have the same value on this Parisian high street. So why then do mass market brands, international labels and brands looking to achieve this, engage in battle for such rare, expensive locations? After all, aren't the level of consumption in France and the risk of recession major concerns at the moment?

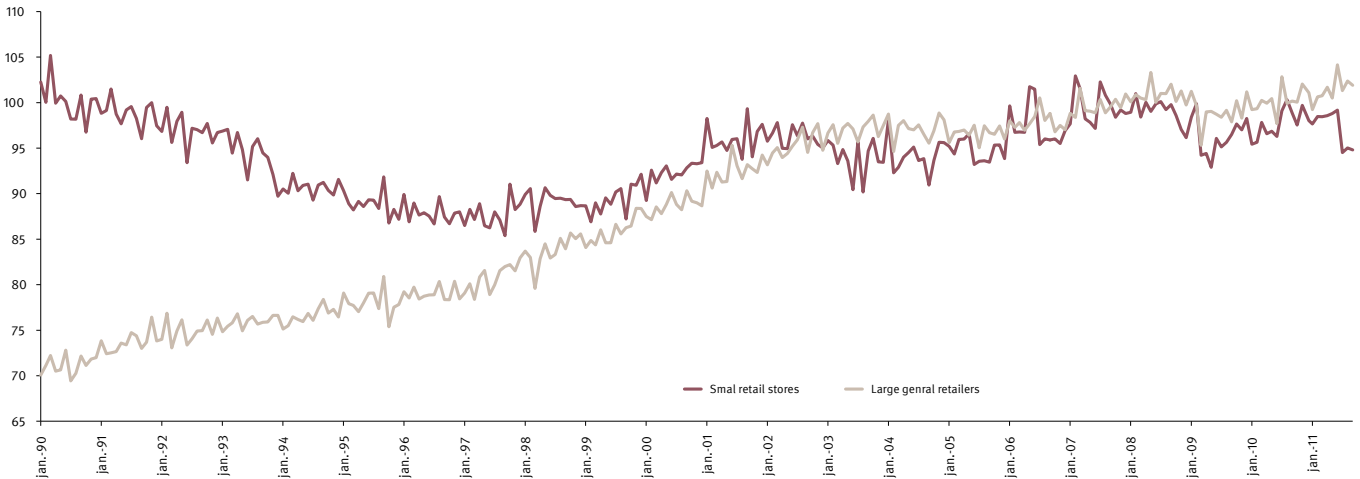
It is true that the French retail market, like most of the markets in Europe, is mature, even saturated. Its volume is stagnant however this does not mean that it is locked. The number of cards in the Paris game of retail does not increase but they are instead perpetually re-dealt.



The brands that can smell what consumers want are able to freshen up their image or promote a new image because they know that creating value and dreams can achieve spectacular breakthroughs. Morgan is an example given above but it's also true for Abercrombie & Fitch, The Kooples, Sandro and Maje.

Evolution of turnover per outlet category - Index in seasonally-adjusted volume terms (100=1993)

Sources: Banque de France - DGS



Another explanation is that Paris has partly escaped the French economic downturn, although consumption has become very erratic. The city which, from the Da Vinci Code to the latest Woody Allen, continues to charm filmmakers with its mystery and romance, confirmed its position as the top international tourist destination in summer 2011. The fall in the number of British, Japanese, Italian, German and Spanish visitors (from 3% to 6% depending on the nationality) has been largely offset by an increase in the number of Americans (+4%) and an explosion in the number of tourists from Middle Eastern countries (+13.7%), China (+17.7%) and South America (+22.5%)^[1]. Deprived of their favourite destinations in North Africa, the number of French tourists in Paris has risen by 3.3%.

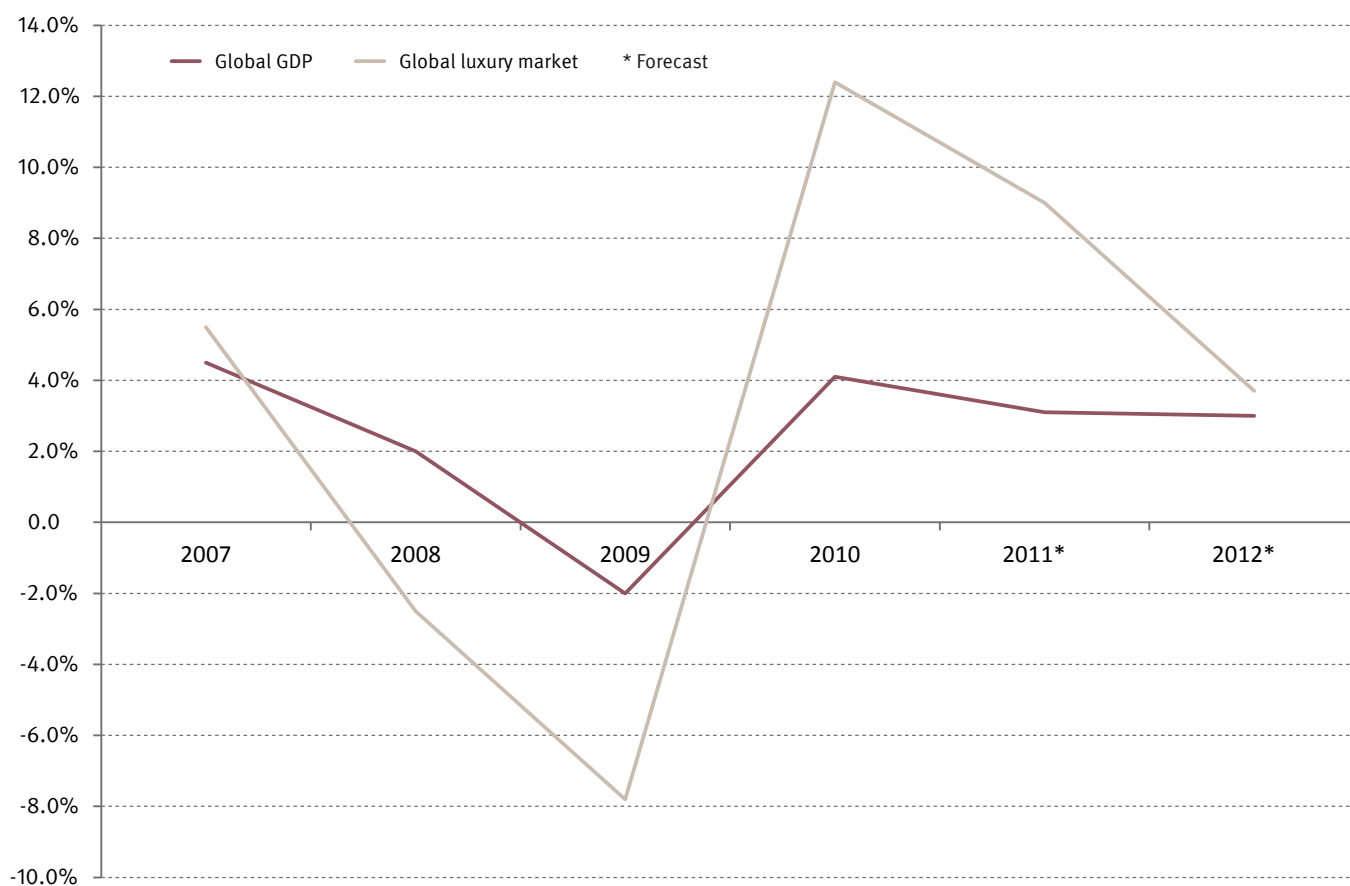
As a result, the hotel occupancy rates hit a new record at 84.6% in July 2011 (+4% in comparison to July 2010) while at the same time, the average cost of a room increased by almost 8%. Clearly money is not the tourists' key criterion as the more luxurious the hotels, the higher the occupancy rate. Paris has always attracted affluent, wealthy customers and continues to do so. The Parisian luxury hotel sector has undergone a major facelift to enhance its appeal to more customers. The small world of luxury hotels, after having been frozen for so long, has seen 152 rooms and suites reopen at the Royal Monceau (8th district) as well as the openings of the Mandarin Oriental on rue Saint-Honoré (1st district) and the Shangri La on avenue d'Iéna (16th district) and the Majestic Peninsula is preparing its opening on avenue Kléber (16th district). In total, approximately 460 new rooms and suites will be on offer in Paris, increasing in the accommodation capacity of the luxury hotel segment by 35%, not to mention the potential of the Cheval Blanc Hotel project in the former Samaritaine property...

These international hotel customers are the Parisian luxury retailer's life insurance. The retail market's fate is thus closely linked to the global rather than domestic economic situation.

^[1] Source: Paris Tourist Office, *Quotidien du Tourisme*, 24 August 2011

Change in the luxury sector's sales compared to global GDP

Sources: Xerfi, Bain & Company



Outside of luxury retail, tourists are still fond of shopping but focus on the most famous shopping streets. We visit the Champs-Élysées and Saint-Germain-des-Prés as much as we eat there, which explains why brands have such an appetite for the top locations.

We must still measure the medium-term consequences of the financial events of this summer, which could affect the global economy in general and potentially dry up part of Paris' source of tourism.

OUTLOOK

The International Monetary Fund (IMF) has revised downwards its forecasts for the global economy. They now estimate growth to be +4% for 2011 and 2012, compared to +4.3% and 4.5% forecast last June. Summer 2011 has therefore been harsh and the IMF is considered to be optimistic by several analysts. Rexecode, for example, estimated that growth of the global economy had fallen to +2.5% in the second quarter of 2011. The IMF's scenario entails many conditions. Firstly, European leaders must be able to stem the crisis affecting the Euro zone and leaders in the United States must find a balance between supporting the economy and rebalancing public finances in the medium term so that the financial volatility stops increasing. There are therefore numerous conditions but little assurance that they will be met. As a result, the IMF is not ruling out a worst case scenario with major turmoil in Europe, a withdrawal of growth expectations in the United States and tensions in Emerging Asia in relation to real estate. This scenario could be the end of any hopes of growth.

The worst is never more certain than the best but it is clear that the current climate is not hugely optimistic, even in the luxury sector. Philip Shearer, chief executive officer of the high end cosmetics group Clarins, gave an example when he recently acknowledged, "The trend has been slowing down in Europe since June. I'm concerned about how the market will develop during the second half of the year and in 2012^[2]."

It's not just Clarins that have these concerns as various other luxury retailers share the same opinions. The analysis institute Xerfi, in association with Bain & Company, has also just published its downgraded forecasts. The luxury goods sector is expected to globally increase by only +3.7% in 2012 in comparison to +9% in 2011, almost exclusively driven by emerging markets. In France, as in most western markets, the outlook is stagnant in the medium term. The main local growth driver is now expected to be in e-commerce, where growth is expected to double by 2015^[3].

Concern is however not limited to the luxury goods sector. Procos, a specialised brand federation, has just published gloomy results. The combined turnover of some fifty brands, used as a leading indicator, showed a 5% decrease for France in July 2011 (compared to July 2010), followed by another 4.5% fall in August 2011. This fall affects all business sectors and all "physical" distribution channels, from city centre stores to outer suburban shopping centres. These figures further confirm trends observed in Italy, Germany, Belgium and Switzerland^[4].

In addition to the brands used as a standard by Procos, INSEE provides more weighted results on household consumption in France (-0.2% in July 2011 and +0.2% in August), the trends revealed raise questions about the future of retail space in our cities.

It is indeed probable that the economic downturn encourages greater caution by the decision-makers of luxury labels and mass market brands, including the two largest consumers of retail space on the Parisian market. The emphasis will be less on extending shops and store networks than on their profitability. All the more so since the increasing involvement of the internet, in the consumer buying path and more and more in the purchases themselves, makes a change to the design and operation of retail outlets inevitable. Brands will need to increasingly focus on building multichannel business strategies, focusing on the strengths of each method. The Internet is increasingly becoming known as the place for information (price comparisons, consumer reviews, recommendations by social networks and technical manuals) while sale outlets have a privileged direct, interpersonal salesman/customer relationship. In this respect, Apple Stores provide an interesting lead. They have numerous salespeople who are well-trained on the offered products and aware of information already available on the internet. They are available to customers to assist their continued ownership of Apple products and can even offer training.

^[2] Phillip Shearer, cited in *Challenges* n°271, 6 October 2011

^[3] Xerfi / Bain & Company

^[4] Procos Study, cited in *Les Echos*, 5 October 2011



In this context, the high levels of rent expected for some prime locations are therefore likely to increase their marketing periods. The slightest letting competition from other marketed retail spaces excludes any additional increase in rental values, at least until the economic outlook brightens.

Large and medium-sized stores in prime locations are the most likely to suffer. Following the events of 2008 and 2009, some brands may decide to reduce their sale areas. Unless division is possible, owners are faced with remarketing such spaces will be forced to scale back their ambitions. Although we should not plunge into excessive pessimism (or optimism, depending on your adopted view), the downward trend in rental values will be limited by the small number of premises concerned.

As for lower quality secondary or tertiary locations, there is hardly any hope to improve their "first class" problems. For these areas, the possibilities of change reside more in large public or private projects, or even modifying the marketability of certain streets or districts. Projects such as the "Grand Paris" (greater Paris) development scheme, which remains vague, will have certain repercussions on shopping habits in Paris and the Parisian suburbs. On another note, operations such as the restructuring of the Samaritaine (1st district) may also prove crucial. The LVMH group, owner of this site, has commissioned Kazuyo Sejima, one of the stars of contemporary architecture, to create a new luxury hotel, the Cheval Blanc Hotel, which will include 100 - 120 rooms, as well as office space, residential apartments and approximately 26,000 sq m of retail space, set behind an undulating glass façade on rue de Rivoli. LVMH promises an innovative business concept, which it is keeping under wraps. Although the Group announced its desire to avoid any remakes similar to those of luxury or department stores such as the Bon Marché Grande Epicerie, it is likely they will develop a concept in collaboration with the Cheval Blanc Hotel and the sixty brands it controls in wine and spirits, fashion, leather goods, watches and jewellery. We can imagine a new, informal space pop up in Paris, which might resemble the Excelsior recently created in Milan or Duane Reade's new flagship on Wall Street which offers a high-end, luxury version of New York living easy 24 hours a day, seven days a week.

In carrying out this project, LVMH, have made a bet on their ability to change the marketability of rue de Rivoli and the Samaritaine district, which are historically oriented towards the mass market. However, this bet is probably far from being completely mad, as the project can take comfort in other projects taking shape nearby such as the beautiful 35,000 sq m Post Office on rue du Louvre. A new attractive shopping triangle of high quality could potentially emerge between Samaritaine, rue du Louvre and place des Victoires. This would have enormous repercussions on nearby commercial locations.

The verdict will be in during the summer of 2014, following delivery of the new Samaritaine. The first achievements of the Grand Paris project are expected in 2018. From now until then, a lot of water will have flowed under the bridges of the Seine. And the current crisis might be nothing but a distant bad memory. Distant, so distant...

QUESTIONS TO JOAN ROURAS

Joan Rouras is Head of Expansion for Desigual



Desigual is increasing the pace of its expansion in France, and in Paris in particular. What explains this interest at a time when European markets are frequently referred to as "saturated"?

France is a strategic country for Desigual. Even though our presence in the French market is already extensive, we believe that France still has much to offer, and that our brand has the potential to expand even further. From a retailing standpoint, Paris has several characteristics conducive to success, notably the quality of the clientele and the influence of tourists, which explains why our Paris experience has been so positive. This makes Paris a strategic city for Desigual, be it over the short, medium or long term.

What is your strategy for locations in Paris and the Paris region?

Our strategy is simple: we want to be in the best possible locations. That said, we are still lacking locations on the main shopping streets. Our priority is therefore to focus on city centres, with stores large enough to deploy our concept, thereby offering our customers the possibility of enjoying the full Desigual shopping experience.

Paris asserts its role as the world's tourism "capital". What is the role of tourists – be they international travellers or customers simply passing through town – in your Paris operations? Does this distinguish Paris from other cities where you are present?

As I mentioned before, tourism is a strategic factor for Desigual, and in this respect Paris stands out from all the other capitals. The tourist clientele is absolutely vital for us.

What is the position of your stores given the increasing power of on-line retailing?

Our e-commerce operations are going full steam ahead, but calculating the effect of online retailing is highly complex; indeed, I would say that it would be brash to even try. There are numerous factors which explain why some stores do better than others. However, one vital element is location; as the saying goes, the Champs-Élysées will always be the Champs-Élysées".

What is your position in the face of the doubts about the state of the economy and the fears about consumer trends? What might be the possible impact for the Desigual strategy?

It is clear that the recession that began in 2008 is not only still with us, but is actually getting worse. The prevailing climate of profound uncertainty makes it difficult to compare the recession with any other downturn we have experienced in the past. How should we respond to the current situation? We do not have a magic wand, but we do believe in the importance of studying and calmly assessing the opportunities that come our way. And of course we would respond to any unforeseen event that might occur. What does seem certain is that we have the capacity to expand in France. We will continue to implement our business plan, but we will be far more demanding and quality-driven.



Photo credit: Desigual

221 BUREAUX

47 PAYS

6 840 PROFESSIONNELS



221 OFFICES

47 COUNTRIES

6,840 WORLD WIDE STAFF

Americas

Argentina
Bermuda
Brazil
Caribbean
Costa Rica
Chile
USA

Middle East

Bahrain
UAE

Europe

Belgium
Czech Republic
France
Germany
Hungary
Ireland
Italy
Monaco
Netherlands
Poland
Portugal
Romania
Russia
Spain
Switzerland
United Kingdom
Ukraine

Africa

Botswana
Kenya
Malawi
Nigeria
South Africa
Tanzania
Uganda
Zambia
Zimbabwe

Pacific Asia

Australia
Cambodia
China
Hong Kong
India
Indonesia
Japan
Malaysia
New Zealand
Singapore
South Korea
Thailand
Vietnam



CONTACT AU SUJET DES ANALYSES DE MARCHÉ CONTACT FOR MARKET STUDIES

Cyril Robert

Directeur du Département Etudes & Recherche
Head of Research
+33 (0)1 43 16 55 96
cyril.robert@fr.knightfrank.com

CONTACTS COMMERCIAUX COMMERCIAL CONTACTS

Philippe Perello

Associé Gérant France / CEO Paris Office
Equity Partner Knight Frank LLP
+33 (0)1 43 16 88 86
philippe.perello@fr.knightfrank.com

Patrick Caillaud

Directeur du Département Ile-de-France
Head of Ile-de-France Department
+33 (0)1 43 16 55 88
patrick.caillaud@fr.knightfrank.com

Laurent Velay

Président Knight Frank Expertises
Managing Director Knight Frank Valuation
+33 (0)1 43 16 65 21
laurent.velay@fr.knightfrank.com

Aymeric Sevestre

Directeur du Département Paris
Head of Paris Department
+33 (0)1 43 16 88 92
aymeric.sevestre@fr.knightfrank.com

Guylène Brossart

Directrice du Département Gestion
Head of Property Management
+33 (0)1 43 16 88 91
guylene.brossart@fr.knightfrank.com

Julien Bonnefoy

Directeur du Département Investissement
Head of Investment
+33 (0)1 43 16 88 89
julien.bonnefoy@fr.knightfrank.com

Arnaud Cosny

Associate
Knight Frank Office Solutions
+33 (0)1 43 16 56 00
arnaud.cosny@fr.knightfrank.com

Edouard Chabert

Directeur du Département Commerce
Head of Retail
+33 (0)1 43 16 88 64
edouard.chabert@fr.knightfrank.com

