

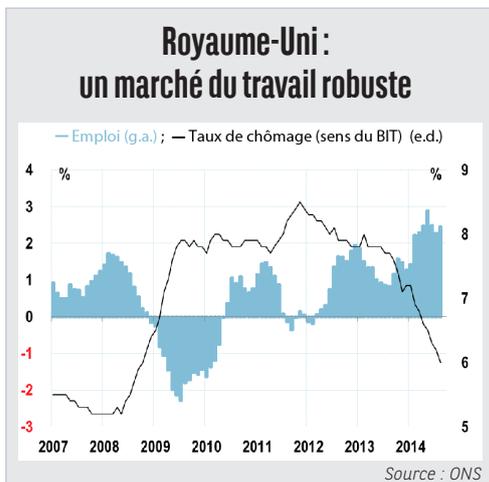


LES CARNETS DE L'ÉCONOMIE ET DE L'ENTREPRISE

CONJONCTURE

CHÔMAGE AU PLUS BAS EN ALLEMAGNE ET AU ROYAUME-UNI

Au Royaume-Uni, entre juin et fin août, l'emploi a enregistré sa plus faible progression (+46 000 trimestre sur trimestre (t/t), ou +0,1% t/t) depuis le printemps. Toutefois, cette hausse, conjuguée à une légère baisse du taux d'activité (à 77,8%, après 78% fin mai), s'est de nouveau accompagnée d'une forte diminution du nombre de chômeurs. Celui-ci, au sens du Bureau international du travail (BIT), a en effet reculé de 154 000 en trois mois (à 1,972 millions). Il repasse ainsi sous la barre des 2 millions pour la première fois depuis fin 2008. **Le taux de chômage (à 6%) a ainsi rejoint son niveau le plus bas depuis octobre 2008.** L'emploi salarié est le facteur de dynamisme, le nombre d'auto-entrepreneurs reculant pour la première fois depuis l'été 2013. La baisse continue du taux de chômage depuis début 2012 s'accompagne d'une légère accélération du rythme de progression des salaires, qui reste toutefois contenu. La hausse des salaires ((+0,7% (bonus inclus) et +0,9% (hors bonus) en août, en glissement annuel lissé sur trois mois) restait, en août, inférieure au taux d'inflation (+1,5% en glissement annuel en août).



Les enquêtes annoncent une nouvelle modération des créations d'emplois au cours des prochains mois. Toutefois, la situation sur le marché du travail devrait rester favorable. Le nombre de chômeurs bénéficiant de l'allocation chômage (Claimant count) a de nouveau diminué en septembre (-18 600 mois sur mois) et le nombre de postes vacants a progressé de 2,8% t/t. Le rapport entre les premiers et les seconds, indicateur éventuel de tensions sur le marché du travail, se situe ainsi à son niveau le plus bas depuis août 2008. La question des gains de productivité déterminera si cette tendance se traduira ou non, par une résurgence des pressions inflationnistes. Les surcapacités vont continuer de se résorber sur le marché du travail, et le rythme de progression des salaires finira par accélérer.

En Allemagne, le taux de chômage est resté inchangé en septembre à 6,7% pour le septième mois consécutif, demeurant ainsi à son niveau le plus bas depuis plus de vingt ans. Le nombre de chômeurs a cependant augmenté de 12 000, en hausse pour le deuxième mois consécutif. En outre, les enquêtes indiquent que les entreprises allemandes ne sont pas prêtes d'accroître leurs effectifs en raison d'une baisse de la demande et un recul des retards de production.

L'emploi, publié avec un décalage d'un mois, a augmenté en août, en hausse de 91 000, enregistrant ainsi sa plus forte hausse au cours des quatre derniers mois. Il a ainsi crû de 0,8%, en glissement annuel, une progression en accélération comparée à l'année dernière (+0,6% en glissement annuel, voir graphique).

Somme toute, les conditions sur le marché



du travail demeurent tendues, malgré la fragilité de la reprise. La bonne situation de l'emploi devrait soutenir la confiance des ménages ainsi que leur revenu disponible réel. Toutefois la confiance des ménages se heurte aux tensions géopolitiques actuelles et à la faiblesse de l'économie dans nombre de pays de la zone euro. D'après l'enquête GfK, l'indice de confiance des ménages allemands a diminué de 8,9 en août à 8,6 en septembre. En outre, il devrait poursuivre sa baisse en octobre (8,3), enregistrant ainsi sa seconde baisse consécutive. Toutefois, l'enquête indique que les ménages demeurent disposés à consommer, le dynamisme du marché du travail et la faiblesse de l'inflation contribuant à l'environnement porteur.

Catherine STEPHAN
catherine.stephan@bnpparibas.com

Caroline NEWHOUSE
caroline.newhouse@bnpparibas.com



FAILLITE D'ESPÍRITO SANTO : LES LEÇONS D'UNE CRISE

L'effondrement du groupe Espírito Santo

C'est en mai 2014 que la « situation financière difficile » d'Espírito Santo International SA (ESI), véhicule d'investissement de la famille Espírito Santo, est révélée au grand jour. Un audit de la banque centrale portugaise fait en effet apparaître de nombreuses irrégularités dans ses comptes. Selon cet audit, ESI a notamment omis de comptabiliser des dettes et surévalué certains actifs. L'audit révèle également l'existence d'impayés sur des billets de trésorerie émis par ESI et auxquels sont exposés des clients particuliers et institutionnels de la banque Espírito Santo (BES). Outre la situation d'ESI, le groupe est également confronté aux difficultés de la filiale angolaise de BES, celle-ci ayant octroyé de nombreux prêts sans vérifier la solvabilité des emprunteurs.

En juillet 2014, la banque centrale portugaise obtient l'installation d'une nouvelle équipe dirigeante et déclare que BES dispose de réserves suffisantes en capital - 2,1 milliards d'euros au-dessus du minimum réglementaire - pour se protéger des difficultés de sa maison mère, même dans le scénario le plus pessimiste.

En réalité la banque Espírito Santo est elle-même en grandes difficultés. Le 30 juillet 2014, BES publie ses résultats pour le premier semestre 2014 et révèle alors une perte de plus de 3,5 milliards d'euros. Malgré ses réserves en capital, elle ne peut faire face à la situation.

L'effondrement du groupe constitue un danger pour la stabilité financière du Portugal. Quoiqu'elle ne soit pas très grande à l'échelle européenne, BES est néanmoins la deuxième banque du pays et peut être à ce titre considérée comme systémique à l'échelle du système bancaire domestique.

Créanciers subordonnés et actionnaires supportent seuls les pertes

La Banque du Portugal est en conséquence obligée d'intervenir. Elle dévoile en août 2014 un plan consistant à séparer BES en deux entités, une « bonne » et une « mauvaise » banque. La bonne banque, dénommée « Novo Banco », reçoit les actifs sains de l'ancienne

BES - dépôts, dette senior et la plupart des actifs - tandis que la seconde, la mauvaise banque, qui garde le nom BES, conserve les actifs toxiques, c'est-à-dire principalement l'exposition de la banque à l'empire Espírito Santo et la participation dans BES Angola.

Dans le cadre du partage des coûts exigé par les nouvelles règles de l'UE en matière d'aides publiques, les porteurs d'obligations subordonnées et les actionnaires de BES restent dans la mauvaise banque et subissent donc les pertes. C'est ce qu'on appelle un renflouement interne, ou « bail in » en anglais. Les déposants et les porteurs d'obligations seniors se retrouvent en revanche dans la bonne banque.

« La résolution de cette crise permet d'anticiper les effets bénéfiques du futur cadre européen »

Pour faire face aux exigences réglementaires en matière de fonds propres, la « bonne banque » est recapitalisée par le fonds de résolution portugais à hauteur de 4,9 milliards d'euros, soit 2,9% du PIB portugais. Ce fonds, créé en 2013, dispose alors de seulement 367 millions d'euros de ressources propres versées par les banques du pays. Il reçoit donc un prêt temporaire de l'Etat, d'un montant de 3,9 milliards d'euros, les ressources propres du fonds et des contributions additionnelles des banques portugaises apportant le solde, 1 milliard, pour parvenir à l'injection des 4,9 milliards de capital dans la nouvelle banque.

Un plan de résolution qui préserve le contribuable

Il est important de noter que cette crise a été gérée en appliquant les règles de l'UE en matière d'aide publique finalisées l'an dernier et non sous le nouveau régime européen de gestion des crises bancaires, lequel n'entrera progressivement en vigueur qu'à partir de janvier 2015. La résolution de cette crise fait cependant appel à plusieurs des outils de résolution du nouveau régime et permet de mesurer le chemin parcouru depuis les précédentes crises et d'anticiper les effets

bénéfiques du futur cadre européen de gestion des défaillances bancaires.

A cet égard, il faut tout d'abord noter que la banque, alors qu'elle était l'une des plus importantes du système bancaire portugais, n'a pas été sauvée avec l'argent du contribuable. Grâce au « bail-in », ce sont en effet les actionnaires et les créanciers subordonnés qui ont supporté les pertes en devenant actionnaires de la mauvaise banque. Quant au prêt de 3,9 milliards de l'Etat pour apporter des fonds propres à la bonne banque, d'une part il a été financé par le plan de sauvetage européen de 2011, donc sans impact sur les finances publiques portugaises, d'autre part il sera intégralement remboursé soit par le fonds de résolution grâce aux futures contributions des banques, soit par une revente de Novo Banco à des investisseurs privés. Ce n'est qu'une avance de trésorerie. Le démantèlement de BES contredit ainsi les sceptiques qui clamaient que les résolutions continueraient à se faire avec l'argent des contribuables. Il faut ajouter qu'à partir de 2016, lorsque le nouveau régime européen de résolution des crises bancaires sera pleinement applicable, les créanciers seniors et même les gros dépositaires devront également contribuer, mettant ainsi les contribuables encore plus à l'abri.

Par ailleurs, les mesures prises - dont la scission en deux entités - ont été annoncées et mises en place le temps d'un week-end. Cette rapidité d'exécution, qui a notamment permis d'éviter une contagion à l'ensemble du secteur financier portugais, devrait accroître la confiance des intervenants de marché dans l'efficacité future des processus de sauvetage des banques en Europe. La transition vers le futur « Mécanisme de résolution unique » européen devrait encore renforcer cet aspect des choses.

La gestion de cette crise consacre donc l'efficacité des nouvelles règles de l'UE. Elle constitue sans conteste un développement positif qui illustre la réalité d'après-crise du secteur bancaire européen.

Mark VENUS et Nicoletta RIZZO
Recovery and Resolution planning, BNP Paribas



VRAI OU FAUX : SIX IDÉES REÇUES SUR L'IMMOBILIER D'ENTREPRISE EN FRANCE

Le marché immobilier locatif des bureaux hexagonaux se positionne au niveau européen comme le 1er marché en volume traité et le 3ème pour ce qui est des volumes investis en Europe. Par ailleurs, son attractivité s'exprime par une internationalisation de plus en plus forte, que ce soit par l'import massif de capitaux étrangers vers les actifs immobiliers en France ou par l'export du savoir-faire immobilier français.

La dynamique de transactions en bureaux est-elle enrayerée par un PIB en berne ?

Non, très peu. Après 1,9 million de m² en 2013, les volumes commercialisés de bureaux en Île-de-France (incluant en moyenne 85 % de location et 15 % de ventes auprès des utilisateurs) devraient atteindre 2,2 millions de m² en 2014, soit un niveau proche de leur moyenne décennale. Cette performance est entraînée par une forte hausse des grandes transactions de plus de 5 000 m² (+ 51 % au 1er semestre 2014), qui représentent généralement 40 % du marché, tandis que les petites et moyennes surfaces progressent moins vite (+ 8 %). Les marchés régionaux devraient connaître un repli modéré en 2014 (- 5 %) pour s'établir à 1 170 000 m², après 1 233 000 m² placés en 2013.

L'internationalisation des grandes sociétés françaises explique la bonne dynamique locative malgré un contexte intérieur difficile. Réalisant en moyenne plus de 70 % de leur chiffre d'affaires hors de France (période 2008-2011, source Ernst & Young), les grandes

entreprises françaises sont en capacité de continuer à investir dans leurs locaux professionnels en France. Notons aussi la présence de plus en plus forte des entreprises issues des technologies de l'information et de la communication (TIC) dans les transactions de bureaux (15 % en 2013/2014).

Dans ce contexte, beaucoup d'entreprises misent sur leurs locaux professionnels comme vecteur d'attractivité et de fidélisation des salariés, ce qui explique cette déconnexion entre économie réelle et économie immobilière même en temps de crise. Les utilisateurs sont ainsi en quête constante d'immeubles dotés des normes les plus exigeantes en qualité de service et de confort :

- une offre de services personnels et professionnels (auditorium, conciergerie, espace de détente et de sport, etc.) qui se généralise ;
- la tendance « Campus » des immeubles, liant confort et grande surface, semble également très attractive ;
- la gestion technique (surveillance et adaptation de la consommation par étages) et la domotique (programmation et contrôle de la lumière/température/stores) deviennent des éléments d'optimisation et de performance incontournables ;
- la gestion dynamique des espaces, le nomadisme et le « co-working » se développent.

L'offre de bureaux est-elle trop élevée ?

Non, notamment pour les immeubles neufs. Les niveaux d'offre franciliens sont maîtrisés

dans l'ensemble, promoteurs et investisseurs anticipant et régulant davantage les effets de cycle de marché depuis la crise du début des années 1990. Ainsi, le taux de vacance se maintient à 7,4 % en région parisienne et à seulement 5 % dans Paris intra-muros.

En région (BNP Paribas Real Estate est implanté dans 16 métropoles), l'offre à un an de bureaux reste à un niveau globalement élevé (2,45 millions de m²) mais les disponibilités sont également rares dans les principaux quartiers d'affaires (tels Lyon Part-Dieu, Eurallille ou Marseille Euromed). Enfin, les loyers de marché se situent à des niveaux historiquement modérés.

Par ailleurs, constituant seulement 20 % de l'offre globale alors qu'ils génèrent 70 % des grandes transactions, les immeubles de bureaux neufs sont en faible nombre, ce qui devrait se traduire par une raréfaction de l'offre d'ici à trois ans.

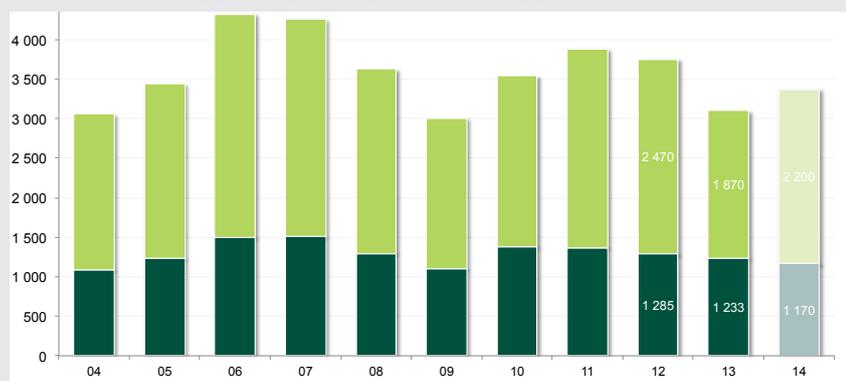
Le savoir-faire immobilier français ne s'exporte pas ?

C'est inexact. Il est reconnu et bien accueilli hors de nos frontières. À l'instar des fleurons industriels français, les activités de services immobiliers en France peuvent croître et s'exporter hors des frontières, et ce même si elles requièrent des compétences spécifiques et locales (voir en page suivante l'encadré sur l'internationalisation de BNP Paribas Real Estate).

L'accès au financement se restreint ?

Non. Les volumes investis en immobilier d'entreprise en France devraient sensiblement progresser pour se situer autour de 22 milliards d'euros sur l'ensemble de l'année 2014, à comparer à une moyenne décennale de 18 milliards d'euros. L'importance des liquidités sur le marché, la facilité d'accès au financement et la prime de risque élevée entre les taux immobiliers et ceux obligataires expliquent cette dynamique. Au Royaume-Uni et en Allemagne, 66 et 36 milliards d'euros devraient être respectivement investis cette année.

Transactions utilisateurs de bureaux en France



■ Régions (16 villes) ■ Île-de-France

Source : BNP Paribas Real Estate



Les investisseurs français majoritaires ?

Oui, mais de moins en moins. Les investisseurs hexagonaux restent majoritaires avec 60 % des volumes investis en France au 1er semestre 2014. Leur intérêt s'est porté principalement sur les actifs dits « core », c'est-à-dire bénéficiant d'une localisation attractive et garantissant des rendements stables, assurés par des locataires de qualité engagés sur des baux de longue durée.

Les investisseurs étrangers se détournent-ils de l'immobilier tertiaire français ?

Non, absolument pas. Si, les européens investissent actuellement en faibles volumes sur le marché français, les plus actifs étant les allemands (4 %) et les britanniques (3 %), d'autres nationalités sont très représentées.

- Les fonds anglo-saxons ont animé le marché avec 18 % de volumes investis au 1er semestre 2014, avec en particulier le rachat de la holding contrôlant Cœur Défense par le fonds Lone Star pour un montant avoisinant les 1,3 milliard d'euros. Ils se positionnent généralement sur des immeubles de bureaux et de logistique, souvent à stratégies « opportunistes » sur des actifs à taux de vacance élevés ou aux lourds travaux de rénovation à prévoir.

- Les investisseurs proche et moyen orientaux sont régulièrement actifs sur le marché de l'immobilier d'entreprise en France. Se

L'internationalisation de BNP Paribas Real Estate

BNP Paribas Real Estate a poursuivi sa croissance externe en 2013, avec notamment l'acquisition de deux sociétés en Allemagne, l'une en Property Management et l'autre en Investment Management, et deux aux Pays-Bas en Transaction et en Property Management. Des bureaux ont également été ouverts à Hong-Kong et Dubaï. En promotion, l'internationalisation s'amplifie également, avec près de 425 000 m² de bureaux actuellement en chantier en Europe dont :

- 40 000 m² au Royaume-Uni (6 Pancras Square - Londres) ;
- 52 000 m² au Luxembourg (Kirchberg) ;
- 48 000 m² de bureaux innovants et performants en Italie (Tiburtina - Rome) pour le futur siège social de BNL, qui accueillera ses 3 500 collaborateurs.

dirigeant en général sur les actifs « prime », ils englobent 10 % des volumes au 1er semestre 2014. S'inscrit comme une transaction record l'acquisition par un « family office » saoudien du portefeuille Risanamento, pour près de 1,2 milliard d'euros, composé de neuf immeubles parisiens prestigieux - situés avenue Montaigne, rue François-1er et boulevard Haussmann notamment - d'une surface totale d'environ 80 000 m².

- Enfin, les investisseurs asiatiques deviennent des acteurs réguliers du marché de l'immobilier tertiaire en Région parisienne. Représentant 4 % des volumes au 1er semestre 2014, ils se portent principalement sur des actifs d'envergure avec des baux longs. Citons notamment l'acquisition de la Tour Prisma à La Défense (168 millions d'euros) ou de l'hôtel parisien Mandarin Oriental (290 millions d'euros) par des fonds chinois, ou encore la Tour Sequana à Issy-les-Moulineaux par l'investisseur sud-coréen NPS (320 millions d'euros).

Thierry LAROUÉ-PONT

Président du Directoire, BNP Paribas Real Estate

Opération 6 Pancras Square à Londres (Royaume-Uni)

- **Surfaces** : 40 000 m² HON
- **Architecte** : Jean-Michel Wilmotte
- **Investisseur** : Axa REIM / PSP
- **Démarche environnementale** : certification BREEAM Excellent¹
- **Livraison prévisionnelle** : 1er trimestre 2015



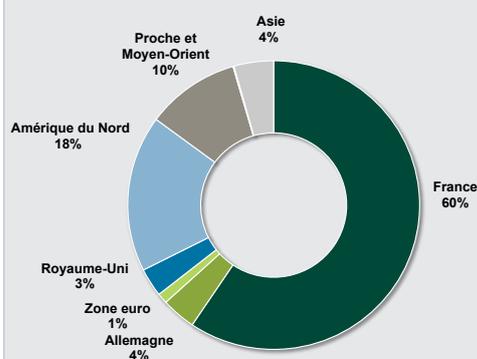
« Situé au cœur de Londres, entre les gares de King's Cross et Saint Pancras, l'immeuble fait partie du projet urbain «King's Cross», ce nouveau quartier à forte identité. Une véritable volonté de mixité a guidé l'aménagement de ce site, associant bureaux, logements, université et services autour d'un canal, mêlant la brique, symbole de son passé industriel, le verre et le métal, signes de modernité. Cet immeuble novateur, techniquement performant et répondant aux exigences environnementales les plus élevées, puisque nous visons le label «Breeam Excellent», est le fruit d'une collaboration efficace et d'un partage permanent avec les équipes de BNP Paribas Immobilier et l'ensemble des intervenants dont ADAMSON, les architectes d'exécution. »

Jean-Michel WILMOTTE,
Architecte

1- BRE Environmental Assessment Method est la méthode d'évaluation du comportement environnemental des bâtiments développée par le Building Research Establishment (BRE), un établissement privé britannique de recherche en bâtiment. Dix divisions ont été réalisées pour évaluer chaque bâtiment (gestion, bien-être et santé, énergie, transport, matériaux, eau, déchets, paysage et écologie, pollution, innovation). La note finale permet une classification (Unclassified, Pass, Good, Very Good, Excellent, Outstanding).

Origine des acquisitions en immobilier d'entreprise en France

1er semestre 2014



Source : BNP Paribas Real Estate



BNP PARIBAS | La banque d'un monde qui change