

Premier semestre 2019

## A retenir

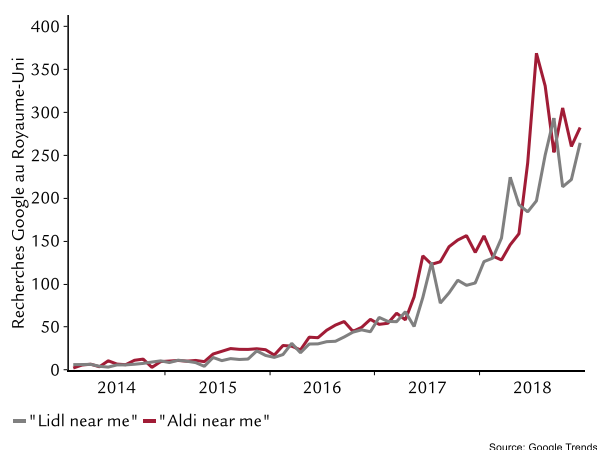
- Les investisseurs restent relativement insensibles au ralentissement conjoncturel. Des primes de risque intéressantes par rapport à d'autres classes d'actifs maintiennent l'intérêt pour l'immobilier européen, et par conséquent le volume des transactions.
- Bien que le cycle immobilier soit orienté à la hausse, l'incertitude quant à la dynamique persiste.
- Des fondamentaux solides ont stimulé les marchés de bureaux dans toute l'Europe. Avec le ralentissement de la croissance, la pénurie relativement forte de l'offre sera le principal moteur de la hausse future des loyers.
- Les performances du commerce de détail continuent de se dégrader dans toute l'Europe, les détaillants cherchant à trouver un équilibre entre offre physique et offre en ligne.
- L'urbanisation et la congestion croissante des villes rendent les marchés résidentiels locatifs intéressants non seulement là où ils sont bien établis, mais aussi dans l'ensemble de l'Europe.

## Les boutiques éphémères, une solution permanente ?

Les boutiques éphémères deviennent la nouvelle norme dans le commerce de détail. Utilisé par les start-up comme par des marques établies, ce concept permet d'exploiter un espace vacant pour promouvoir des produits. Sous forme de boutiques entières ou d'un « espace dans l'espace » chez un détaillant établi, les solutions éphémères résolvent un grand nombre de défis:

la flexibilité souhaitée par les locataires, la visibilité des marques pour que les clients se souviennent de leurs produits, mais aussi la demande des clients en expériences évolutives et en nouveautés. Dans le même temps, l'étude de marché en magasin peut faciliter la transition entre ventes physiques et ventes en ligne.

## En un graphique



Depuis quelque temps, les spéculations sur l'avenir du secteur animent les débats. Aujourd'hui, on constate de nettes divergences entre les formats de commerce de détail. Outre la distinction entre rues commerçantes, centres commerciaux et magasins d'usine, les différences entre boutiques à bas prix, prix intermédiaire et de luxe gagnent en importance. Les marques à prix intermédiaire sont les plus affectées, alors que les griffes de luxe et les produits à bas prix semblent mieux répondre aux besoins des clients. Si l'expérience client paraît évidente dans le segment du luxe, l'expansion des supermarchés discount comme Aldi et Lidl émerge comme une tendance nouvelle.

De la Sicile à Kiruna, la conjoncture a fléchi au troisième trimestre 2018. Le PIB s'est contracté en Italie, en Suisse, en Allemagne et en Suède. Cette croissance négative a surpris et suscité l'inquiétude. Si la situation politique en Italie a entraîné des coûts de financement supérieurs pour le secteur privé, ailleurs, nous considérons ce creux comme temporaire. En Allemagne, la production industrielle et les exportations ont souffert des difficultés de l'industrie automobile, vraisemblablement résolues à cette heure. Une reprise est plausible ces prochains trimestres. Les données pour la Suisse ont été biaisées par la chute des exportations énergétiques et pharmaceutiques, compensée au quatrième trimestre. Bien qu'il ne faille pas voir le signe d'une faiblesse trop marquée dans les données du troisième trimestre, le pic cyclique a été dépassé. Les indices des directeurs d'achat (PMI) en Europe témoignent du ralentissement de l'activité du secteur manufacturier. Seuls les PMI italiens laissent entrevoir une contraction continue. La situation se tend sur les marchés du travail. La croissance des salaires, pièce manquante du puzzle de l'inflation, devrait s'accélérer en 2019 et entraîner une hausse de l'inflation sous-jacente, contribuant à ancrer les anticipations en termes d'inflation. Les banques centrales d'Europe envisagent une normalisation de leur politique monétaire. Dans la zone euro, la fin du programme de rachat d'actifs pourrait entraîner une hausse des rendements des obligations des Etats membres périphériques. Nous estimons que la BCE continuera de réinvestir des obligations arrivant à échéance durant une période prolongée pour tenter de plafonner les rendements obligataires nominaux. Ainsi, la répression financière reste un moteur majeur de l'ensemble des marchés européens.

## Le cycle se poursuit...

Jusqu'ici, les marchés immobiliers européens avaient peu réagi au ralentissement économique. Le moral est bon et les investisseurs sont prêts à investir dans la pierre, notamment pour sa prime de risque intéressante et son attrait relatif. Le cycle a encore gagné une année et son terme reste incertain, ce qui pèse sur les investisseurs. Nous prévoyons des volumes de transactions analogues à ceux des exercices précédents, sans les dépasser, et la performance 2019 devrait être comparable à celle des années précédentes. Une situation qui pourrait néanmoins évoluer à moyen terme. Les rendements sont à des plus bas historiques et s'orientent à la hausse, ce qui limite ou même entraîne une croissance négative du capital. Par conséquent, nous

tablons sur des rendements totaux guidés par le revenu, limitant la vigueur de la croissance du capital. Comme nous anticipons un relèvement des taux de la BCE, il faudra surveiller leur impact sur les marchés immobiliers à moyen terme. Nous ne prévoyons pas de réactions fortes, car il existe une marge de hausse des taux d'intérêt. Si les relèvements sont graduels, leurs répercussions le seront aussi.

## ... sa fin reste incertaine

Hormis la Suède, l'Allemagne est probablement le marché le plus mature, mais qui soulève le plus de questions quant à la longueur du cycle. Jusqu'ici, une économie favorable et une faible activité de construction de bureaux ont fait baisser les taux de vacance et augmenter les loyers. L'immobilier allemand est prisé, avec des volumes de transactions en hausse jusqu'au troisième trimestre 2018. L'incertitude politique pèse sur le marché immobilier britannique. Les volumes d'investissement consolidés se sont maintenus, mais le marché est progressivement soutenu par des transactions d'ampleur. Par ailleurs, l'incertitude politique ne semble pas affecter les investisseurs en Espagne et en Italie: le commerce de détail en particulier continue d'observer des performances relativement bonnes.

## Transition dans le commerce

Ce secteur semble rester attrayant en Europe méridionale ainsi qu'en France, mais les investisseurs sont plus prudents ailleurs, notamment au Royaume-Uni. Dans ce pays, le commerce de détail est en proie à de grandes difficultés, en raison du poids de l'e-commerce et de nouveaux formats plus bas de gamme. Le rendement du secteur s'établit à seulement 0,1% au troisième trimestre 2018 et les valeurs vénales ont baissé de 1,3%. En cumul annuel, novembre 2018 a produit un rendement de 1,8%. Le secteur recèle des îlots de résilience, mais étant donné la morosité ambiante, la tendance baissière devrait se poursuivre. La situation est similaire dans d'autres pays, quoique moins marquée. Aux Pays-Bas, selon MSCI, le commerce de détail a produit un rendement de 1,3% au troisième trimestre 2018, bien loin des performances des bureaux (2,7%) ou du secteur résidentiel (4,0%). Les marchés des actions traduisent également le moral en berne du secteur. Des opérateurs de centres commerciaux comme Deutsche Euroshop et Klepierre ont perdu plus de 40% de leur valeur depuis les sommets atteints en milieu de décennie. Même si nous ne pensons pas que les magasins

physiques sont voués à disparaître, la phase de transition dans laquelle les détaillants tentent d'équilibrer ventes physiques et ventes en ligne est complexe sur certains marchés. Cette situation assombrit les perspectives de hausse des loyers et augmente la probabilité de hausse de taux de capitalisation sur certains marchés.

## Les bureaux se portent bien

La croissance économique atteignant son sommet, les marchés européens de bureaux ont été plutôt performants en 2018. Les taux de vacance reculent grâce à la baisse du chômage et à la pénurie d'offre, due notamment à une timide activité de construction sur plusieurs marchés européens, bien qu'elle reprenne lentement dans certaines régions. Les fondamentaux solides et la rareté des nouveaux actifs devraient conforter la croissance des loyers à moyen terme. Le cycle arrivant à un tournant, il convient de surveiller les répercussions sur les marchés de bureaux. Les plus fortes hausses de loyers devraient s'observer dans les villes à fort ancrage technologique et créatif offrant une bonne qualité de vie (Amsterdam et Edimbourg p. ex.) ou dans des métropoles où l'offre de bureaux est tendue (Paris intra-muros, Berlin et Munich p. ex.).

## Intérêt soutenu pour la logistique

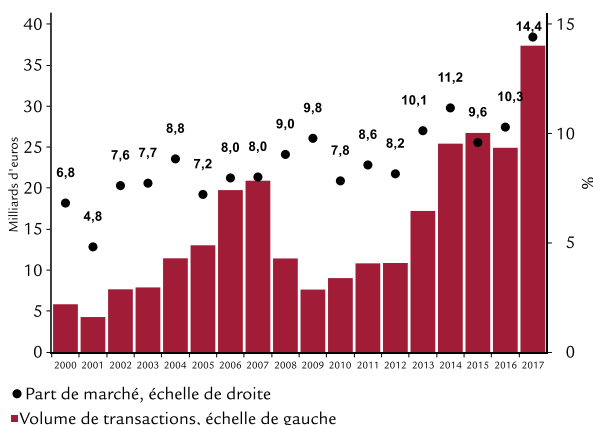
Le marché de l'investissement logistique s'est bien établi ces dernières années. Au premier semestre 2018, le volume des transactions a baissé de 21% par rapport à 2017, selon BNP. C'est néanmoins le deuxième meilleur résultat semestriel. Bref, l'intérêt des investisseurs ne tarit pas. A l'avenir, la performance proviendra à notre avis de la croissance des loyers plutôt que d'une

nouvelle compression des taux. L'ampleur de la hausse des loyers a été limitée par le passé, mais s'est récemment accélérée, notamment dans les centres logistiques majeurs. La tendance haussière devrait se poursuivre sur les principaux marchés en raison de la faible disponibilité des terrains et des coûts de construction élevés. De manière générale, la hausse des loyers dans le secteur logistique est limitée, notamment en raison de sa forte dépendance vis-à-vis des cycles économiques et de la pression sur les prix exercée par les consommateurs sur les entreprises.

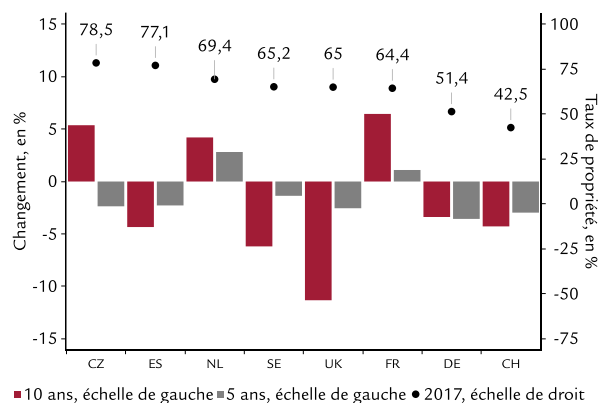
## Le marché résidentiel, bien sûr ?

L'urbanisation et les difficultés d'accessibilité rendent les marchés résidentiels locatifs intéressants non seulement là où ils sont bien établis, comme en Allemagne, en Suisse et dans les pays scandinaves, mais aussi en France et en Europe méridionale. Globalement, nous prévoyons une croissance positive des loyers. Les jeunes stimulent la hausse de la demande locative, car ils louent davantage qu'ils achètent. La plupart du temps, la location est plus flexible, pratique et accessible. Par conséquent, dans certains cas, les petits appartements ne sont plus mesurés en mètres carrés, mais en unités. Par ailleurs, de nombreuses villes européennes n'ont qu'une offre limitée d'appartements modernes et bien équipés dans les zones urbaines. L'activité de construction reste timide dans la plupart des villes et avec l'urbanisation constante, la demande excède toujours l'offre. Au vu des fondamentaux, le secteur revêt un intérêt croissant pour les investisseurs institutionnels.

**Graphique 1 : volume de transactions - logistique**



**Graphique 2 : taux de propriété**



## Auteurs

### Swiss Life Asset Managers

**Francesca Boucard**  
**Economist Real Estate**  
francesca.boucard@swisslife.ch

**Marc Brütsch**  
**Chief Economist**  
marc.bruetsch@swisslife.ch

### Swiss Life REIM France

**Charlie Jonneaux**  
**Financial Analyst**  
charlie.jonneaux@swisslife-reim.fr

**Béatrice Guedj**  
**Head of Research and Innovation**  
beatrice.guedj@swisslife-reim.fr

### Corpus Sireo

**Andri Eglitis**  
**Director Research**  
andri.eglitis@corpussireo.com

### Mayfair Capital

**Tom Duncan**  
**Senior Analyst - Investment Strategy and Risk**  
tduncan@mayfaircapital.co.uk

**Frances Spence**  
**Head Research, Strategy and Risk**  
fspence@mayfaircapital.co.uk

### Livit SA

**Martin Warland**  
**Project Manager Data & Research**  
martin.warland@livit.ch

### Avez-vous des questions ou souhaitez-vous vous abonner à nos publications ?

Envoyez un e-mail à [info@swisslife-am.com](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://www.swisslife-am.com/research)



### Publié et approuvé par le Département économique, Swiss Life Asset Management SA, Zurich

Swiss Life Asset Managers est susceptible d'avoir suivi les recommandations présentées plus haut avant leur publication. Bien que nos prévisions soient basées sur des sources considérées comme fiables, aucune garantie ne saurait être donnée quant à l'exactitude et à l'exhaustivité des informations utilisées. Le présent document contient des prévisions portant sur des évolutions futures. Nous ne nous engageons ni à les réviser, ni à les actualiser. Les évolutions effectives peuvent fortement différer de celles anticipées dans nos prévisions.

**France** : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Management (France), 7 rue Belgrand, F-92682 Levallois-Perret cedex et Swiss Life Real Estate Management, 153 rue Saint Honoré, F-75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Corpus Sireo Real Estate GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne; Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 2 Cavendish Square, Londres W1G 0PU. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.