

Deuxième semestre 2021

A retenir

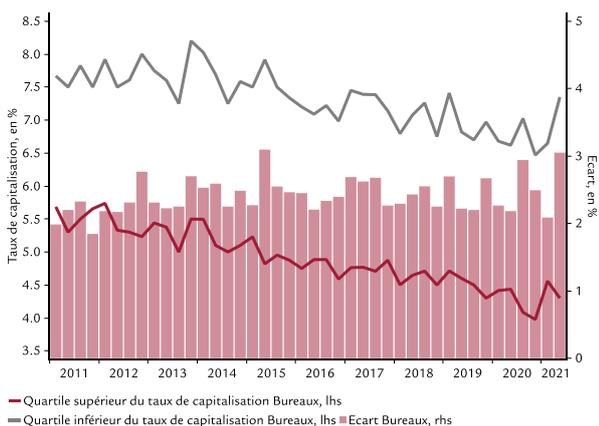
- **Les valeurs refuges prisées :** incertain, l'environnement actuel pousse les investisseurs vers les valeurs refuges et les biens core. Il faut bien évaluer les rapides hausses de valeurs vénales pour éviter le piège du core.
- **Bureaux – tous les yeux sur le core :** alors que les entreprises réévaluent leur stratégie de bureaux, la demande persistera, même si les exigences s'ajusteront aux nouvelles formes de (télé)travail et d'interaction. Les biens core aux emplacements prime devraient en profiter.
- **Commerce de détail : demain, l'e-épicerie ?** Les commerces alimentaires ont la cote, quoique la demande pour leur équivalent en ligne est en hausse. Tout le secteur du commerce, même les artères et centres commerciaux, doit encore trouver la réponse aux évolutions structurelles des préférences de consommation.
- **Logistique et résidentiel – duo royal :** les deux secteurs affichent des marchés locatifs solides en forte demande, parallèlement une pénurie d'offre, favorisant ainsi la hausse des loyers et les valeurs.
- **Hôtellerie – le pire est passé :** le secteur se remet peu à peu, porté par le tourisme domestique.
- **Santé– petit, mais costaud :** un secteur de niche solide économiquement (une société vieillissante) caractérisé par une pénurie d'offre face à la demande croissante des investisseurs.

Un changement durable ?

La pandémie a profondément bouleversé les comportements de consommation, ce n'est pas une nouveauté. Mais leur persistance attendue et l'adoption du numérique post-covid varient selon les secteurs. Une récente étude publiée par McKinsey indique notamment que l'e-épicerie, les téléconsultations et l'aménagement intérieur survivront à la pandémie. L'enseignement à

distance, la baisse du trafic aérien de loisirs et le creux du spectacle vivant devraient eux revenir à leurs modèles pré-crise. La crise a aussi eu pour effet une prise de conscience accélérée de la durabilité. Dans une récente enquête d'Accenture, 60% des personnes indiquent que la pandémie les a davantage sensibilisés à des achats écoresponsables ou éthiques.

En un graphique



L'aversion au risque allant croissant, les actifs se polarisent. Une concentration sur les biens prime émerge dans le secteur des bureaux : les investisseurs recherchent des actifs bien desservis, des centres-villes bien dotés offrant des espaces de qualité et conformes aux critères ESG. A contrario, la demande est moindre pour des biens secondaires, moins accessibles et de moindre qualité. Cette polarisation entraîne un creusement entre les taux de capitalisation, un spread de 300 pb au T2 2021, le plus important écart de taux depuis 5 ans.

Les économies d'Europe profitent à plein des effets combinés d'une vaccination relativement rapide et du soutien des politiques monétaire et budgétaire. Le déploiement du fonds de relance de l'UE a un effet procyclique remarquable, et devrait contribuer à environ 0,8% du PIB à la croissance économique dans la zone euro en 2021 et 2022. En juin 2021, les indicateurs du climat des affaires, comme les PMI, sont dans le vert tous pays et secteurs confondus. En raison d'effets de base et de difficultés de livraison suite à la pandémie, l'inflation a bondi sur le Vieux Continent. Selon nous, les niveaux élevés actuels s'avèreront transitoires, et le pic du cycle d'inflation devrait intervenir au T4 2021. Toutefois, elle devrait approcher les cibles des banques centrales à moyen terme. Autrement dit, l'inflation devrait à l'avenir être supérieure à sa moyenne lors de la décennie précédant la pandémie.

La sécurité a un prix

Malgré la reprise économique et l'avancée vaccinale, les investisseurs évoluent dans l'incertitude. Avec les taux d'intérêt toujours faibles, l'immobilier reste intéressant, mais les investisseurs sont désormais réticents au risque. Deux tendances s'observent : primo, un vif intérêt pour les secteurs perçus comme résilients grâce à des marchés locatifs intacts, tels que la logistique (grâce à l'e-commerce et à la relocalisation), le résidentiel (pénurie de logements) et la santé (du fait de la démographie). Secundo, une fuite vers le core pour les secteurs où l'incertitude est la plus marquée. L'aversion au risque est homogène : les prix montent et les taux de cap prime se compriment. La probabilité d'un « piège core » émerge sur certains marchés, soit quand la croissance du capital n'est plus fondamentalement justifiée par l'ampleur des flux de revenus attendus. Conséquence des flux vers les actifs core, les taux de cap se compriment et le risque de « mispricing » apparaît.

Bureaux core pour le meilleur

Le marché locatif n'est pas encore remis des effets de la crise, et les décisions stratégiques des entreprises concernant le lieu de travail post-covid tardent : le doute persiste quant aux surfaces effectivement nécessaires, et nombre de sociétés restent liées par des baux fermes. Ces incertitudes expliquent les timides volumes de transactions et la hausse des taux de vacance. L'indécision des acteurs pousse à la hausse des franchises de

loyer. Ces franchises sont toutefois moins importantes sur les marchés denses à faible taux de vacance, comme Munich contrairement aux marchés où les taux de vacance et livraisons sont élevés, comme à Paris La Défense, par exemple. Outre les gestes commerciaux, les locataires préfèrent des baux plus courts, flexibles et faciles à résilier. La sous-location progresse aussi. L'offre de bureaux flexible fait désormais partie intégrante de l'offre d'un actif par ses propriétaires, les acteurs spécialisés dans le flex-office ou le coworking ne sont plus seuls sur le marché. Beaucoup de ces raisons expliquent la baisse des loyers prime sur la plupart des marchés, même si sur certains marchés, comme le top 7 allemand, les loyers sont stables. L'incertitude continuera de peser sur les loyers en 2021, une baisse est attendue avant un retour de croissance. Sur le marché de l'investissement, les biens core où le risque est réduit sont en demande. Aussi, les taux de cap prime devraient rester stables, voire se comprimer légèrement partout en Europe en 2021.

Commerce : un secteur divisé

La pandémie et les confinements ont durement touché les artères et centres commerciaux, avec de fortes baisses de loyer observés jusqu'en 2021. En 2020, le repli a été de 20% à 30%. Bien que réouvertures et rebond des dépenses de consommation soutiennent les boutiques à très court terme (S2 2021), les ennuis sont loin d'être terminés. Le secteur doit encore trouver la parade pour répondre aux évolutions structurelles dont la concurrence en ligne. D'autres corrections en termes de loyers sont à prévoir en 2021 et les investisseurs continueront d'exiger une prime de risque. Une nouvelle hausse de 30 pb des taux de cap prime est attendue en 2021, après une décompression similaire déjà observée en 2020. Alimentaires et magasins de proximité, quant à eux, ne connaissent pas la crise. Autorisés à rester ouverts, car vendant des biens de première nécessité, ils captent les dépenses des ménages et offrent des flux de trésorerie stables. Conséquence, les volumes d'investissement pour ce type d'établissements augmentent ainsi que les prix. Aussi, les taux de capitalisation prime pour les supermarchés en Europe ont baissé de 2019 au T1 2021 de 30 pb en moyenne. Néanmoins la demande pour ce type de biens devrait ralentir compte tenu de la concurrence de l'alimentaire en ligne – demande que les enseignes ne doivent pas manquer.

La logistique est reine

Dans l'immobilier commercial, la logistique est perçue comme une valeur refuge. Une vision sensée, le marché locatif est prisé, et les loyers, sur un an, sont restés stables dans la plupart des pays européens au T1 2021. Des hubs logistiques clés comme Amsterdam, ou à l'offre limitée, comme Dublin, ont même enregistré des hausses de loyer. La pénurie d'offre et de terrain devrait en porter de futures sera favorable aux loyers. Le marché locatif restant soutenu, les volumes d'investissement sont à un niveau record : il est de 49,8 mia. EUR au T2 2021 sur les 4 derniers trimestres. Cette demande tire les prix vers le haut, comprimant les taux de cap prime. Sur le marché européen ils se sont établis à 4,1% au T2 2021, -20 pb en six mois. Tout porte à croire que la dynamique logistique va se maintenir en 2021.

Le résidentiel est roi

Avec un volume d'investissement de 83 mia. EUR au T2 2021 sur 4 trimestres, le résidentiel est le plus grand secteur des valeurs refuges. L'appétit en termes de secteurs plus sûrs explique la croissance de la part du résidentiel sur l'ensemble du marché d'investissement : au T2 2021, elle était de 28%, contre 19% en 2019. L'offre existante ne pouvant pas satisfaire la demande, la part de ventes en l'état futur d'achèvement explose, de moins de 5% en 2011, elle est à 30% environ actuellement. Cet afflux d'investisseurs s'explique par la hausse du cash-flow et des rendements en capital. Le

résidentiel reste le seul secteur ayant affiché une croissance des loyers lors de la pandémie. Les fondamentaux actuels – pénurie de logements et hausse des loyers en Europe – portent le maintien de cette tendance à court terme. A moyen terme, il s'agira de ne pas négliger les problématiques d'accessibilité et l'encadrement des loyers.

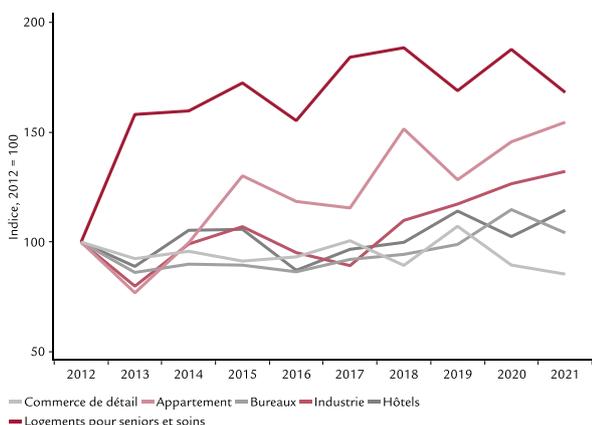
La santé, une niche reine

Une société vieillissante et une demande de logements adaptés sont les moteurs de de l'immobilier de santé. Le secteur s'est bien tenu au plus fort de la pandémie et intéresse de plus en plus les investisseurs, malgré la pénurie d'offre. Cela en fait un marché de niche, bien que le volume d'investissement sur 4 trimestres atteint à 9,3 mia. EUR au T2 2021, soit un record. La compression des rendements prime en Europe traduit également la demande des investisseurs.

L'hôtellerie convalescente

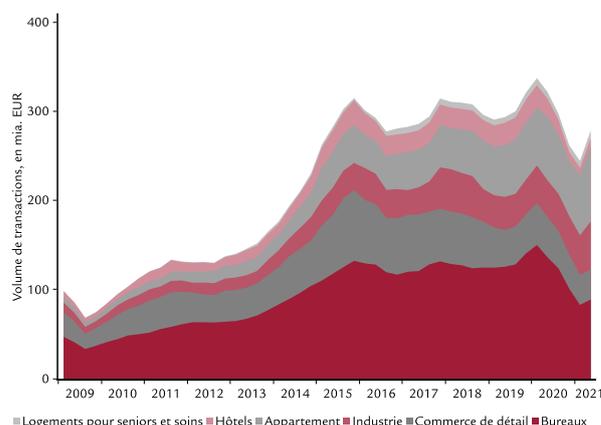
A mesure que la vaccination progresse, les voyages reprennent. Un retour au niveau pré-crise est possible sur quelques marchés en 2022 – dont certains en Espagne – alors que plupart devront attendre 2023/2024. La reprise sera plus rapide où les hôtels et le marché reposent sur la demande intérieure. Ceux dépendants des voyages d'affaires se remettront moins vite. Malgré la nette baisse des volumes d'investissement, rien n'a été bradé, et les prix pour les très bons actifs restent leur niveau pré-crise.

Graphique 1 : Index du prix du quartile supérieur, jusqu'au T2 2021 indexé



Source: RCA, les données de 2021 émanent du 1er semestre 2021

Graphique 2 : Volume de transactions sur 4 trimestres glissants jusqu'au T2 2021



Source: RCA

Auteurs

Swiss Life Asset Managers

Francesca Boucard
Head Real Estate Research & Strategy
francesca.boucard@swisslife.ch

Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife.ch

Swiss Life Asset Managers, France

Béatrice Guedj
Head of Research & Innovation
beatrice.guedj@swisslife-am.com

Elie Medina
Investment Analyst
elie.medina@swisslife-am.com

Swiss Life Asset Managers, Germany

Andri Eglitis
Head of Research AM DE
andri.eglitis@swisslife-am.com

Gudrun Rolle
Research Analyst Real Estate
gudrun.rolle@swisslife-am.com

Mayfair Capital

Frances Spence
Director of Research, Strategy & Risk
fspence@mayfaircapital.co.uk

Tom Duncan
Senior Associate Research, Strategy & Risk
tduncan@mayfaircapital.co.uk

Fintan English

Associate Research, Strategy & Risk
fenglish@mayfaircapital.co.uk

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

Envoyez un e-mail à info@swisslife-am.com.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site 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 d'information 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 Managers France, 153 rue Saint Honoré, F-75001 Paris à ses clients actuels et potentiels.

Allemagne : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Aachener Strasse 186, D-50931 Cologne ; Swiss Life Asset Managers Luxemburg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Francfort-sur-le-Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin.

Royaume-Uni : la présente publication est distribuée par Mayfair Capital Investment Management Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse :** la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.