

# Real Estate House View

## Europe

Premier semestre 2020

### A retenir

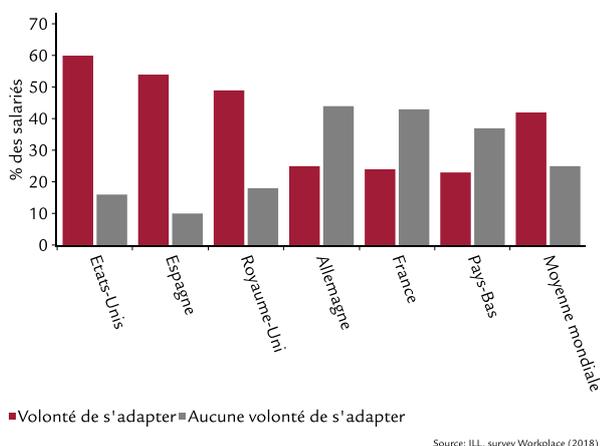
- **Demande soutenue des investisseurs** : le manque d'offre limite le volume de transactions, compression des rendements à court terme.
- **Ralentissement économique affectant le revenu** : la demande locative en baisse pèse sur la performance des actifs et portefeuilles.
- **Hausse de rendement possible à moyen terme** : l'incertitude quant aux mutations structurelles et au stade du cycle peut pousser les rendements à moyen et long terme.
- **Règlementations, le risque majeur** : leur hausse, non limitée au secteur résidentiel, affecte l'investissement.

### Repas livrés, source d'espace vacant ?

La restauration, vendue comme solution pour occuper l'espace commercial vacant (à des loyers inférieurs, les marges étant plus faibles), va voir la livraison de repas venir bousculer la situation. Des entreprises comme Uber Eats, Deliveroo et takeaway.com sont partout, les nouveaux formats comme les cuisines fantômes

se popularisent, tout comme la livraison des courses. En Europe, les épiceries en ligne débutent, mais sont en plein essor. Les supermarchés améliorent les technologies de stockage et d'exécution des commandes. Faciliter la livraison à domicile de repas déjà prêts ou de leurs ingrédients aura un impact sur les besoins en espace des supermarchés classiques.

### En un graphique



Le changement prend du temps. Certes, la mutation structurelle sera une réalité demain, mais les différences culturelles sont visibles. Selon les pays, travail flexible et volonté des salariés de s'adapter à la nouveauté varient considérablement. En France et en Allemagne, ils sont plus critiques que les Britanniques quant à ces environnements innovants. En moyenne mondiale, 42 % des salariés seraient prêts à abandonner un bureau cloisonné pour un nouveau concept.

Tout au long de l'année 2019, l'industrie européenne a particulièrement souffert du litige commercial sino-américain et des incertitudes liées au Brexit. Fin 2019, les indices des indicateurs d'achats (PMI) des principales économies européennes étaient sous le seuil de croissance de 50 points. En 2020, le risque de contagion au secteur des services, davantage domestique, reste élevé. Le redressement du marché de l'emploi devrait s'achever, la baisse du chômage devant s'arrêter plus tard dans l'année. Aussi, les perspectives de politique monétaire et d'incitation fiscale plus accommodantes en zone euro par rapport à 2019 devraient empêcher l'Europe de tomber en récession.

## Et ça continue...

Contrairement au sentiment d'il y a six mois, le ralentissement conjoncturel ne semble pas avoir motivé la baisse du volume de transactions au premier semestre. Il semble même être moins gênant dans un contexte de taux toujours bas, compensant la faiblesse des externalités négatives et injectant ainsi davantage de capitaux dans les marchés. Mais, sur un an, le volume de transactions dans l'immobilier commercial (avant T3 2019) a perdu 5 %. Raison possible, un manque (ou son impression) d'actifs de qualité. La forte demande des investisseurs a tassé les rendements en 2019, plus qu'attendu initialement. Si la demande reste élevée, les rendements devraient eux encore baisser en moyenne en 2020 avant de se stabiliser. A moyen terme, la persistance des difficultés induites par la conjoncture peut tirer les rendements vers le haut, un risque plus élevé. C'est pourquoi les investisseurs ne doivent pas être trop enthousiastes mais bien conscients des risques.

## ... mais il faut prouver sa résistance

Certes, la demande demeure, mais la dynamique économique alliée aux mutations structurelles et à la tendance à davantage de réglementation ne sera pas sans conséquence. Le repli de la demande locative influence la performance des actifs et portefeuilles. L'écart de performance entre les secteurs, emplacements et types de biens demeure en Europe. Les segments du commerce de détail l'illustrent parfaitement. Dans une artère, quelques mètres peuvent faire la différence entre attractivité ou non. Les métropoles périphériques de

bureaux (pour preuve, le taux de vacance des sous-marchés en banlieue d'Amsterdam, Bruxelles ou Stockholm) lutte plus que jamais. Un étrange tableau côté résidentiel : de nombreux investisseurs quittent les grandes villes, non pas que les fondamentaux soient mauvais, mais les rendements sont insuffisants. Les investisseurs prennent plus de risques pour atteindre leur objectif, il est donc crucial d'évoquer les divers scénarios.

## Les bureaux, valeur refuge

Le secteur des bureaux reste le plus prisé des investisseurs en Europe, alors que la pénurie d'offre citée plus haut tire les volumes vers le bas. Il est aussi l'un de ceux où la compression des rendements a été la plus visible en 2019, et nous attendons une baisse en 2020. L'offre reste limitée, les loyers devraient donc croître à court terme, et les réalisations arriver trop tard. La lente hausse des nouvelles constructions et la plus faible progression de l'emploi pourraient produire un excédent d'offre régional, avec la pression à la baisse des loyers associée. A moyen terme, nous attendons donc des loyers étales en moyenne en Europe. Les principales villes aimantent toujours la demande. Paris a légèrement doublé Londres en 2019 comme marché d'investissement le plus actif, ses bureaux étant le principal secteur au T3 2019. Berlin a vu sa demande locative portée par les technologiques et la florissante communauté de jeunes start-ups. Cette économie plutôt récente doit prouver sa résilience en s'impliquant dans un contexte économique moins favorable. En comparaison, Londres a prouvé sa résistance lors de la crise du Brexit. La demande locative londonienne s'est bien tenue, avec 14 % d'avance sur la moyenne sur 10 ans. Forte demande à Paris, le taux de vacance dans le QCA tombant à 1,7 % (-20 pb en un an). Même constat à Zurich, où l'espace se fait rare et le taux de vacance affiche 1,4 %.

## Surveillance continue

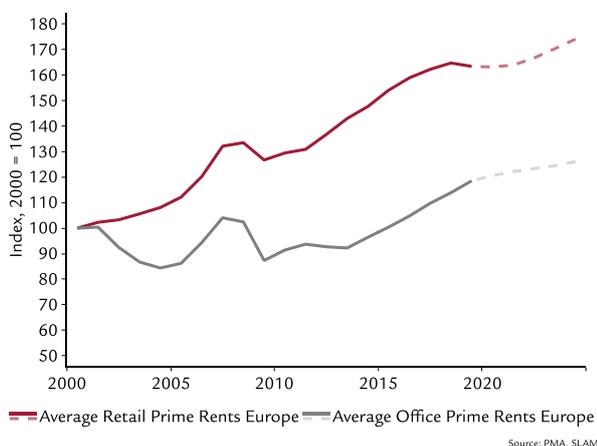
Le commerce de détail reste sous surveillance. Les conséquences de la mutation structurelle d'envergure certaine déjà évoquée restent obscures. La situation reste tendue malgré les nouveaux formats qui se généralisent, l'espace vacant est occupé par des boutiques éphémères et la restauration qui sauve la mise. Concernant cette dernière, il faut envisager l'impact de marges plus

faibles sur la hausse des loyers. Le déclin de la confiance des investisseurs et donc du volume d'investissement symbolise l'époque. Ce dernier a perdu 32 % (en glissement annuel, septembre 2019), ce qui a eu un effet évident sur les prix. L'écart de performance entre les localisations prisées ou non, les emplacements et types de biens est visible. La demande pour le commerce de détail super prime existe, mais transactions et opportunités se font rares. Le Royaume-Uni le subit de plein fouet, les valeurs ayant perdu 7,7 % sur les neuf premiers mois de 2019, en raison de loyers en baisse (-2,9 %) alliés à des évolutions de prix. Tout le secteur est en berne, en particulier les centres commerciaux (-11,7%) et les entrepôts de vente (-99,6%). Le pays peut être considéré comme précurseur ; les entrepôts sont très demandés en Allemagne et les rendements y sont sous pression. Londres illustre bien la raison de la potentielle hausse de rendement à court et moyen terme, révélateur de l'état du cycle et des inquiétudes de changements structurels des loyers. En moyenne, nous attendons une stabilité en Europe en 2020, la tendance baissière des loyers et haussière des rendements étant déjà visibles dans de nombreux marchés régionaux, seulement pour les artères principales.

## Impact limité sur les loyers

Dans la logistique, structures de clusters et localisations majeures se sont établies. Pourtant, le réseau d'installations de distribution pour diverses opérations se densifie, notamment par l'e-commerce. Sa croissance s'étend aux pays à la périphérie de l'Europe, où il a un taux de pénétration inférieur à la moyenne.

**Graphique 1 : Moyenne des loyers prime sur les plus importants marchés en Europe**

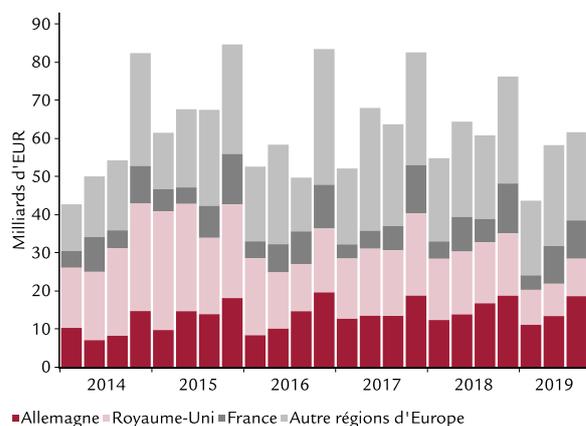


Un constat vrai en Europe centrale, qui occupe une double fonction sur le plan logistique : la demande régionale croît avec le commerce en ligne, et c'est pour les distributeurs un hub de livraison et de retour des marchandises en Europe occidentale et du Nord. Son influence sur les loyers reste relativement limitée. Nombre de sites pour projets existent, de sorte que le potentiel de hausse de loyers est concentré dans les localisations centrales des aires métropolitaines, une situation similaire dans d'autres régions européennes, où la disponibilité du terrain est toutefois moindre.

## La demande victime de la réglementation ?

Le secteur résidentiel a enregistré la plus forte hausse de volume de transactions en septembre 2019 : +7 % pour les appartements, voire +14 % pour le logement senior et de santé (en glissement annuel). C'est aussi le secteur le plus observé, les problèmes d'accessibilité étant à l'origine de réglementations. Des loyers plafonnés sont débattus à Berlin ainsi qu'à Paris. En Suisse, une initiative pour « Davantage de logements plus abordables » a été lancée. Les projets en sont affectés (la plupart sont à l'arrêt à Berlin), et les investisseurs souhaitent investir sur un marché à la croissance entravée. Après l'emplacement, la réglementation devient le principal risque pour l'investisseur, posant la question de son évaluation à l'achat.

**Graphique 2 : Immobilier commerciale : volume de transactions**



## Auteurs

### Swiss Life Asset Managers

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

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

### Swiss Life Asset Managers France

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

**Charlie Jonneaux**  
Financial Analyst  
charlie.jonneaux@swisslife-am.com

### Swiss Life Asset Managers Germany

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

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

### Mayfair Capital

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

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

## Vous avez des questions ou souhaitez vous abonner à nos publications ?

Veillez envoyer 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 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 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 Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Francfort-sur-le-Main et 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, London W1G 0PU. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management Ltd., General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.