

Real Estate House View

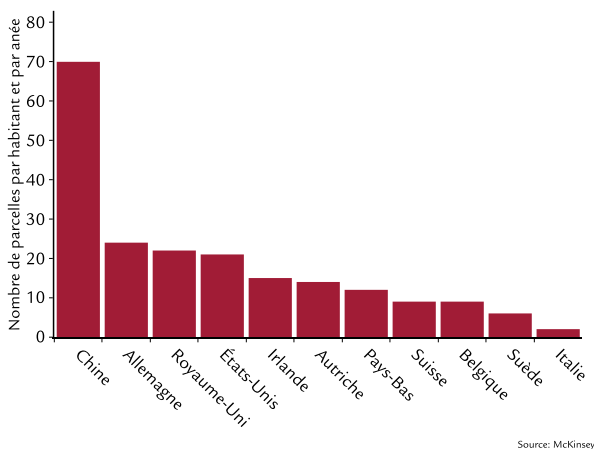
Allemagne

Deuxième semestre 2019

A retenir

- L'incertitude économique croissante et l'offre insuffisante modèrent les investissements. Les banques centrales devraient par contre maintenir plus longtemps leurs faibles taux d'intérêt.
- L'asymétrie entre demande et offre profite aux marchés de bureaux. Toutefois, la hausse des réalisations et un possible creux conjoncturel plus marqué limiteront le potentiel de hausse des loyers à long terme.
- La polarisation du commerce de détail, entre emplacements de premier ordre et formats éphémères, et la croissance du segment de valeur, mettent sous pression les détaillants. Selon nous, ce dernier est pour l'heure le format boutique favorable.
- La *success-story* du e-commerce se poursuit, attisant la concurrence en espace commercial des pôles logistiques des aires urbaines pour réduire les délais de livraison.
- Sur le marché résidentiel, l'activité de construction urbaine demeure inadaptée. Les politiques de maîtrise de la hausse des loyers se renforcent, risquant de peser sur l'attractivité des investissements, localement du moins.
- Eu égard aux taux faibles, la stabilisation des rendements initiaux à un bas niveau est probable à court et moyen terme. D'autres mesures venues des banques centrales pourraient renforcer l'attractivité de l'immobilier et induire une compression des rendements continue.

En un graphique



La consommation privée, par l'e-commerce, donne des ailes à la logistique. Selon une étude de McKinsey, un nombre exagérément élevé de colis sont expédiés en Allemagne : 24 unités par personne, devant le Royaume-Uni avec 22, alors que la part de l'e-commerce dans les ventes au détail y est plus élevée. Ailleurs, les Chinois adorent acheter en ligne. Dans les mégapoles de Shanghai et Pékin, le nombre de colis par habitant et par an dépasse 70. Les Etats-Unis sont à 21, l'Inde à moins de 1, seulement dépassée par l'Italie, lanterne rouge européenne avec 2 unités. Les volumes élevés de colis présagent une demande en biens logistiques urbains.

La Bundesbank attend cette année un PIB réel en hausse d'à peine 0,6 % par rapport à 2018, et de 1,2 % en 2020. En décembre dernier, elle tablait encore sur 1,6 % pour ces deux années. Dans l'automobile, l'utilisation des capacités n'a pas retrouvé sa vigueur cette année, et la contraction du marché du travail s'est achevée. Les secteurs exportateurs clés souffrent de la situation mondiale, et les risques d'une récession superficielle et temporaire resurgissent. Néanmoins, nos prévisions de dynamique de croissance diffèrent de la Bundesbank sur l'évaluation de la demande intérieure. La hausse des salaires et les faibles taux alimentent les activités de services et de construction résidentielle. Les ménages consomment toujours et l'activité de construction devrait largement favoriser la croissance. L'impulsion fiscale dans le PIB nominal sera la plus forte depuis 2010.

Fatigue du marché de l'investissement ?

Un premier semestre 2019 plus calme sur ce marché en Allemagne. La conjoncture moins favorable rend peut-être certains investisseurs prudents, mais la demande pour les actifs « core » ou au potentiel de hausse reste soutenue. L'offre est toutefois déficitaire ici. Sur ce segment notamment, il n'y a rien d'étonnant à ce que les institutionnels, investissant dans l'immobilier ces dernières années en raison des faibles taux, ne soient pas enclins à revendre leurs actifs. L'offre premium repose largement sur les constructions, tandis que d'autres propriétaires tentent de se défaire de biens compliqués, ou les investisseurs militants transforment actifs et portefeuilles. Au premier semestre, le volume de transactions, tous secteurs confondus, a perdu environ 15 %. A quelque 30 mds d'euros, il reste solide dans une perspective à long terme. Dans la performance de 2018 déjà, le fléchissement apparaissait : selon MSCI, le rendement total de tous les biens est passé de 10,9 % en 2017 à 10,2 %. Un très beau résultat, même s'il reflète une croissance du capital plus faible en 2018. En cause, les niveaux de prix élevés déjà atteints – secteur résidentiel en tête – la logistique signant elle des records.

Les bureaux toujours tendus

Une asymétrie offre/demande façonne ce marché, la situation se dégradant au S1 2019, sur fond de taux de

vacance toujours en baisse. Malgré la pénurie d'espace dans les sept marchés principaux, la demande placée est similaire à 2018. Plusieurs demandes n'ont néanmoins pas pu être satisfaites, surtout dans les zones centrales prisées. Les locataires doivent donc prolonger leur bail ou rejoindre des zones périphériques. Sans surprise, la pré-location est cruciale ici. La hausse des réalisations devrait quelque peu soulager les marchés, malgré les taux élevés de pré-location, et tout indique une absorption convenable. Toutefois, il faut surveiller la conjoncture et l'emploi. Un plus net recul devrait toutefois infliger un revers aux marchés de bureaux. Cela étant, notre scénario de base prévoit une dynamique locative positive, mais en baisse à moyen terme.

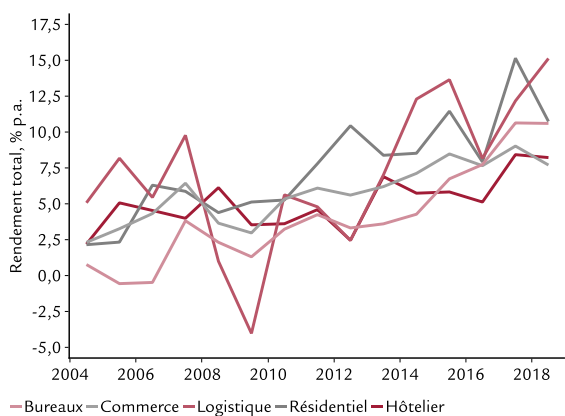
Rendements en hausse dans le commerce de détail

La crise de la mode et la concurrence constante de l'e-commerce inquiètent les détaillants et les propriétaires de leurs boutiques. Parmi les signaux actuels, baisse de la demande en espace et concentration aux emplacements d'excellence, scepticisme des investisseurs, traduit par la hausse des rendements des centres commerciaux et emplacements secondaires. Cependant, certains segments du restent prometteurs, notamment l'alimentaire. Le segment de valeur rivalise avec l'e-commerce, supermarchés et centres commerciaux sont un bon choix. Une évaluation étayée par les niveaux élevés d'investissement et l'évolution continue des rendements.

Le logement, victime de la réglementation ?

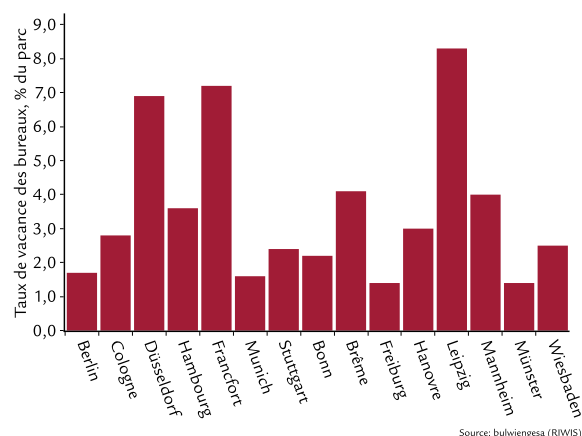
Le secteur résidentiel est devenu la seconde catégorie d'investissement après les bureaux, signant à nouveau un rendement intéressant de 10 % en 2018. Les fondamentaux demeurent : l'activité de construction ne répond pas à la migration vers les villes. Ainsi, les réalisations en 2018 sont à peine supérieures à 2017 (286 000 logements construits contre 350 000 nécessaires par an). Offre inadaptée et prix élevés sont des défis pour les investisseurs. De plus, l'action publique semble également s'intensifier. Le Sénat de Berlin veut geler les loyers pendant 5 ans dès 2020. Ce type de mesure pourrait se généraliser.

Graphique 1 : Rendement total par secteur



Source: MSCI

Graphique 2 : Taux de vacance des bureaux dans certaines villes (T4 2018)



Source: bulwiengesa (RIWIS)

Auteurs

Corpus Sireo

Andri Eglitis

Director Research

andri.eglitis@corpussireo.com

Swiss Life Asset Managers

Francesca Boucard

Economist Real Estate

francesca.boucard@swisslife.ch

Marc Brüttsch

Chief Economist

marc.bruetsch@swisslife.ch

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 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., 55 Wells Street, Londres W1T 3PT. **Suisse**: la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management Ltd., General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich.