

Premier semestre 2018

## A retenir

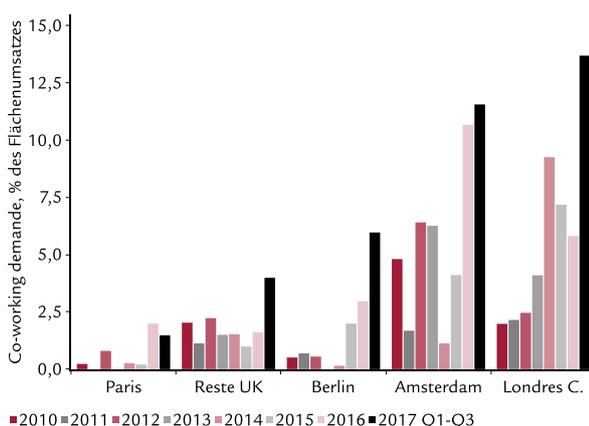
- En Europe, l'investissement demeure solide et les taux de rendement sont historiquement bas dans la quasi-totalité des marchés des capitaux. Pour 2018, anticipons une stabilisation des taux de rendement voire une légère compression.
- Les marchés de bureaux bénéficient de la reprise économique en Europe. Les fondamentaux économiques soutiennent le marché dans toute l'Europe et ce, même dans des marchés plus difficiles comme les Pays-Bas ou l'Espagne.
- La demande reste supérieure à l'offre, avec une insuffisance d'espaces haut de gamme à louer et de biens proposés à la vente.
- Il est fort probable que l'immobilier de bureaux sera confronté à de nouveaux défis à long terme : les nouvelles façons de travailler et la modification de la structure salariale devrait impacter ce marché.
- Le commerce de détail souffre toujours, dans les grandes métropoles, mais surtout dans les villes plus petites, qui souffrent de la fermeture d'enseignes liée à la rationalisation du parc des grandes enseignes.
- Les 12 derniers mois n'ont affiché qu'une compression des rendements et quasiment aucune croissance des loyers dans le secteur du commerce de détail, alimentant le scepticisme concernant ce secteur.

## L'espace de travail partagé est fait pour durer

Il existe en Europe de plus en plus d'espaces de travail partagés, le Royaume-Uni étant nettement en tête. Les open-spaces et bureaux individuels proposés, accueillants et agréables, attirent les entreprises en quête de flexibilité. Ces nouveaux espaces impactent également les propriétaires qui sont amenés à rendre leurs locaux

plus conviviaux et flexibles. Ils peuvent aussi proposer eux-mêmes ces espaces de travail partagés plutôt que de louer à des intermédiaires. Tous ces concepts doivent encore faire leurs preuves avec l'évolution des marchés. Cependant, la flexibilité offerte répond à un vrai besoin et est amenée à durer.

## En un graphique



Les espaces de travail partagés sont devenus une caractéristique de l'immobilier de bureaux à Londres. Les fournisseurs d'espaces de travail flexibles ont représenté presque 15% de l'activité dans les 12 mois précédant le T3 2017, contre moins de 1% en 2008. La progression de la demande est forte à Londres, mais aussi dans des « tech cities » comme Berlin et Amsterdam.

Quel changement en un an ! Avant l'élection d'Emmanuel Macron en France, les investisseurs internationaux redoutaient une dislocation de l'Union monétaire européenne avec de graves répercussions sur les économies de la région. Douze mois après, le nouveau président français mène le débat sur les réformes potentielles et tout le continent affiche une nette amélioration des indicateurs du climat économique au deuxième semestre 2017. Ce changement est largement attribué à M. Macron, mais la relance économique actuelle en Europe continentale a été essentiellement impulsée par la politique monétaire et les efforts accomplis par la Banque centrale européenne (BCE) depuis 2012. Une lecture attentive des statistiques économiques montre que la croissance du PIB de la zone euro en termes réels a dépassé le potentiel de la région à chaque trimestre depuis mi-2013. Durant cette période, la politique monétaire très accommodante de la BCE a garanti un environnement favorable en matière de taux d'intérêt et de taux de change aux entreprises et aux Etats membres périphériques. La reprise économique s'avère durable et se généralise. Il faut noter que les investissements des entreprises devraient fortement contribuer à la croissance durant les prochains trimestres. La reprise simultanée en Europe continentale et sur toute la planète a avantagé les exportateurs britanniques, qui ont en plus profité de la chute de la livre après le vote du Brexit en juin 2016. Il n'en demeure pas moins que les perspectives de croissance en Grande-Bretagne resteront très incertaines pendant toute la durée des négociations sur le Brexit avec l'UE.

## Orientation à la hausse des transactions transfrontalières

Dans l'ensemble, l'activité reste solide en Europe, et même au Royaume-Uni. Les incertitudes liées au Brexit ralentissent légèrement les transactions, mais Londres et le Royaume-Uni restent attractifs pour les investisseurs étrangers. Les investissements transfrontaliers sont globalement orientés à la hausse, avec une avancée des investisseurs asiatiques qui recherchent de nouvelles opportunités d'investissement. Nous pensons que l'intérêt suscité par le Royaume-Uni et l'Europe continentale persistera, grâce à la bonne tenue des moteurs de l'économie et au maintien de taux d'intérêt bas pendant une longue période. Les rendements immobiliers se situent donc à un creux historique sur presque tous les marchés. Nous constatons aussi une

progression des investissements dans les pays périphériques (PECO) et les pays aux marchés immobiliers plus difficiles (Espagne, Pays-Bas) où les primes de risque restent attractives pour les investisseurs.

## Sommes-nous en haut de cycle ?

Dans l'ensemble, les performances globales (en capital et en revenu) indiquent un ralentissement de l'évolution des prix. La performance en capital ralentissant, les revenus deviennent le principal moteur de la performance. Nous nous attendons donc à de bonnes performances, mais elles pourraient culminer en 2018. La performance à deux chiffres de 11,2% du Royaume-Uni en 2017 mérite d'être soulignée. Au niveau du risque, nous pensons que les incertitudes politiques persisteront en 2018. Nous suivons de près les conséquences du Brexit sur le marché britannique, entre autres, ainsi que l'évolution de la situation en Espagne. Le Brexit n'a pas eu, jusqu'ici tout du moins, l'impact majeur qu'on attendait et les incertitudes en Espagne n'ont pas encore eu de répercussions sur l'immobilier.

## Insuffisance de l'offre de qualité

Les fondamentaux restent globalement bons dans toute l'Europe et continuent de dynamiser l'immobilier de bureaux. Toutefois, tous les grands marchés semblent être simultanément confrontés au même problème : l'insuffisance de l'offre ou d'actifs de qualité. Néanmoins, la construction commence à se redresser sur plusieurs marchés ce qui permet de pallier à la sous offre actuelle. Nous anticipons une stabilisation des rendements dans les années à venir, alors que la quasi-totalité des marchés affichent une croissance des loyers. Les bureaux du centre de Londres sont affectés par les incertitudes liées au Brexit, mais aussi par les réductions de coûts des entreprises. A Madrid et Amsterdam, l'immobilier de bureaux se redresse après avoir été frappé de plein fouet par la crise financière. Les prix sur ces marchés sont considérés comme modérés et la demande d'investissement comprime fortement les rendements. La croissance de l'emploi devrait fléchir dans les prochaines années, principalement en raison de l'automatisation, et devrait donc perdre de son importance comme moteur du cycle immobilier. A court et moyen terme, le développement des espaces de travail partagés en Europe est particulièrement suivi. L'un des prestataires, WeWork, a l'intention de doubler son

exposition en Europe l'année prochaine. La croissance la plus forte est attendue dans les villes où les secteurs créatifs et technologiques sont bien représentés et où la qualité de vie est appréciable, comme à Amsterdam, Munich, Stockholm ou Madrid.

## Atonie du commerce

En 2018, nous verrons se poursuivre des changements structurels liés au développement du e-commerce et d'une expérience client améliorée. Le commerce de détail n'est pas mort, mais il se transforme en profondeur. Après avoir longtemps été la classe d'actifs la plus profitable, le commerce de détail affiche désormais des performances disparates, plus faibles en moyenne que les bureaux ou la logistique. En examinant de plus près les segments du commerce de détail, on observe des différences notables. Ainsi, les zones commerciales de périphérie, sont particulièrement dynamiques en Allemagne et au Royaume-Uni mais moins en France. Peu de rues commerçantes ont vu leurs loyers progresser durant les douze derniers mois, mais les rendements se sont comprimés. Nous estimons que les loyers progresseront là où la demande de consommation affichera de bonnes perspectives, à savoir les capitales attrayantes, qui profitent d'une forte fréquentation générée par la demande locale et étrangère.

## Demande soutenue sur le marché résidentiel allemand

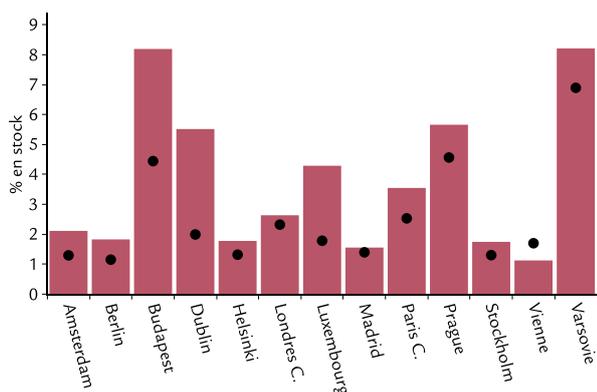
Le marché résidentiel allemand est florissant. Les prix sont abordables et le marché devrait se développer.

L'offre reste insuffisante et fait grimper les loyers et les prix. La migration vers les métropoles, mais aussi vers des villes moyennes, reste le principal moteur du marché du logement au niveau local. Les nouvelles constructions (environ 320 000 en 2017) ne couvrent pas les besoins évalués à 400 000 logements par an. En Suisse, le taux de vacance est passé de 1,3 % en 2016 à 1,47 % en 2017, surtout à cause de l'importance de la construction dans les agglomérations et les régions périphériques où la demande diminue. Il s'agit à 82 % de logements vacants mis en location, mais le taux de vacance reste relativement faible dans les grandes villes. En Suisse mais aussi en Allemagne, on observe un glissement progressif vers des localités plus petites et plus modestes du point de vue économique, ce qui augmente la probabilité que le marché résidentiel (allemand) atteigne une phase finale, voire un revirement.

## Augmentation de la demande de logements à louer

Les pays nordiques sont les seuls pays, outre l'Allemagne et la Suisse, où la location de logements par des particuliers est un marché bien établi. Nous pensons que ce marché locatif se développera dans d'autres pays d'Europe à moyen – long terme alors que la capacité d'acquisition immobilière des ménages se réduit et que les ménages demandent plus de flexibilité. Les investisseurs devraient se concentrer sur les villes dynamiques offrant un environnement vie-travail-loisir attrayant et un marché résidentiel abordable.

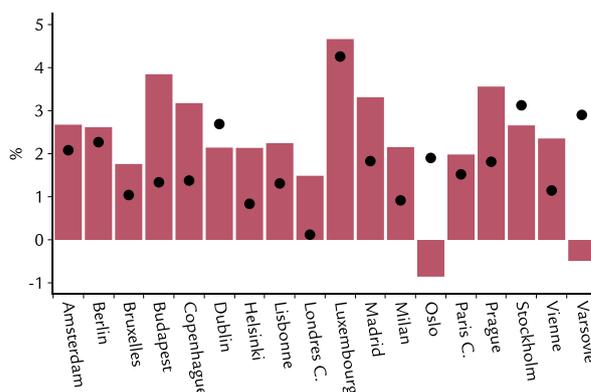
**Graphique 1 : marché de l'immobilier de bureaux – mises en chantier**



● Moyenne décennale ■ 2017 Q3

Source: PMA

**Graphique 2 : croissance de l'emploi tertiaire**



● 2017-2019 p.a. ■ 2016

Source: PMA

## Auteurs

### Swiss Life Asset Managers

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

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

### Swiss Life REIM France

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

### CORPUS SIREO

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

**Emanuel Eckel**  
Senior Manager Research  
emanuel.eckel@corpussireo.com

### Livit AG

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

### Mayfair Capital

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

### Vous avez des questions ou souhaitez 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](http://www.swisslife-am.com)



### 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 données 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 informations 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.

**France** : la présente publication est distribuée en France par Swiss Life Asset Management (France), 44 avenue Georges Pompidou, F-92302 Levallois-Perret et Swiss Life Asset Management, 153 rue Saint Honoré, F-75001 Paris à leurs clients actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Corpus Si GmbH, Aachenerstrasse 186, D-50931 Cologne et Swiss Life Invest GmbH, Zeppelinstrasse 1, D-85748 Garching b. München. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée en Royaume-Uni 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