

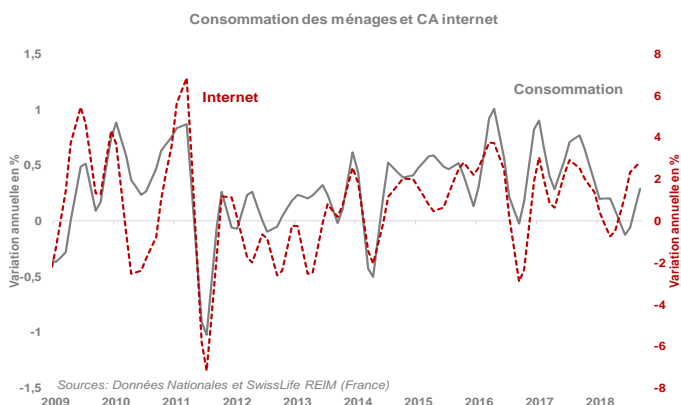


En Europe, sur les marchés cotés, les REITs en commerces continuent de souffrir du *retail bashing* sans que les analystes ne fassent de discrimination par stratégie des acteurs : l'indice EPRA REITs commerces en Europe est en deçà de près de 25% par rapport à son point haut. **Le *retail bashing* des profanes, provient principalement d'une croyance d'un commerce à venir qui se réduirait à internet.** Cette croyance a pu écorner l'appétit pour le commerce au profit de la logistique, comme en témoigne la valorisation stratosphérique de l'indice EPRA REITs logistique en Europe.

La motivation des investisseurs clairvoyants est de toujours ramener la performance du sous-jacent aux variables économiques fondamentales. A l'heure d'un scénario de ralentissement mondial, focus sur les moteurs de la consommation en ligne pour mieux se prémunir des risques, et revisiter son *stock picking* dans le secteur logistique (au sens large).

Moteurs de la consommation en ligne (on-line)

De simples analyses montrent que les variations de la consommation sur internet en France, et plus précisément celles du chiffre d'affaires enregistré par le e-commerce, suivent parfaitement les variations de la consommation des ménages (60% du PIB) : comme démontré dans le graphique, **les cycles sont parfaitement synchrones (la corrélation est de 0,71).** D'un point de vue des moteurs de la consommation, le chiffre d'affaires réalisé sur internet dépend des mêmes variables que le commerce traditionnel, à savoir le revenu des ménages et les prix des biens. **Point important, la volatilité de la consommation sur internet est 6 fois supérieure à la consommation des ménages, car très sensible aux effets revenus notamment.**



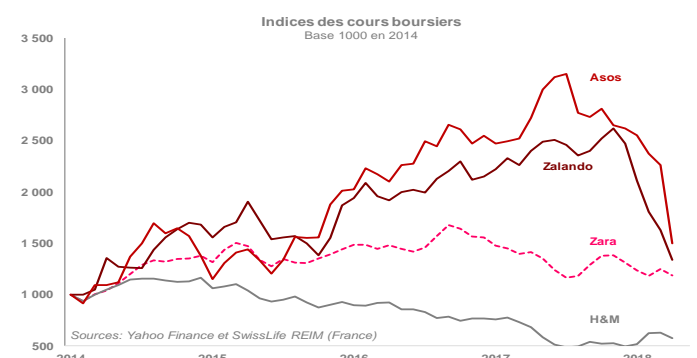
Cette extrême volatilité doit être prise en compte pour juger des potentiels « chocs » d'un ralentissement de la consommation en France sur les performances du secteur logistique, et plus particulièrement celui des locataires de B to C.

Petit détour au Royaume-Uni

Aujourd'hui, certaines enseignes en ligne sont confrontées à une hausse du taux d'effort via deux effets :

- **Le premier est lié au ralentissement du pouvoir d'achat,** comme au Royaume-Uni, où l'inflation est en hausse et le revenu disponible ralentit – sans parler d'une épargne de précaution, liée aux incertitudes des ménages quant à la situation déclenchée par le vote du Brexit ;
- **Le second est lié à une hausse du taux d'effort global** (loyers et celui de la « *reverse logistic* », notamment la gestion des retours en incluant le coût de livraison total, de transport, de tri, de restockage...). Les enseignes en ligne qui pouvaient jouer sur les prix par le passé, doivent à présent amortir la livraison gratuite (et retour gratuit), en liaison avec une stratégie de fidélisation pour accrocher le chaland en ligne. De simples simulations numériques montrent que le coût marginal de la *reverse logistic* peut augmenter de façon quasi-exponentielle pour certaines lignes de produits : en moyenne pour un vêtement acheté (avec livraison et retours gratuits), 4 sont commandés – 2 couleurs, 2 tailles.

Asos, l'enseigne fashion britannique pionnière en matière de commerce en ligne, est confrontée à une hausse du taux d'effort, comme en témoigne ses « profit warnings » le 17 décembre décembre dernier. **Le *business model* d'Asos a été sanctionné par le marché avec une perte de plus de 40% du titre, et un effet domino sur les cours des autres enseignes en ligne, les *usual suspects* dont Zalando ou Bohoo.**



M² = Minds and Markets

Commerce on-line

Février 2019

Asos souligne désormais un changement de cap nécessaire, dont l'ouverture de boutiques en centre-ville voire des points retraits pour diminuer son taux d'effort au sens large, des coûts de transports et celui de la *reverse logistic* en particulier. D'une manière générale, **les spécialistes en textile, avec un panier moyen relativement faible, sont bien plus vulnérables à la croissance des loyers et coût marginal de la distribution (et *reverse logistic*)** car l'équation du business model nécessite un effet volume important.

Élément rétrospectif à apporter au débat : l'acquisition par Amazon de Whole Foods en 2016 par Amazon (pour plus de 12 milliards d'euros) signalait déjà que le modèle du tout en ligne était difficilement soutenable, même si les commentaires restaient focaliser sur une offensive du géant américain pour accélérer sa croissance dans la distribution alimentaire britannique. Avec le recul, il est vraisemblable que la question ait été plus existentielle.

Parallèlement à l'épisode ASOS, les performances globales des REITs britanniques se sont érodées de 14% en fin d'année passée, mais ont rebondi de 11% en janvier 2019. En revanche, **l'indice MSCI britannique du segment logistique a certes continué son ascension mais le très fort ralentissement des rendements en capital montre que le marché est désormais à un tournant¹**. Coté valeurs locatives de marché enregistrée par **l'indice MSCI britannique, elles enregistrent en janvier 2019 la plus faible croissance depuis 2016**, potentiellement un **soft landing**, même si un no-deal pourrait déclencher plus de turbulences.

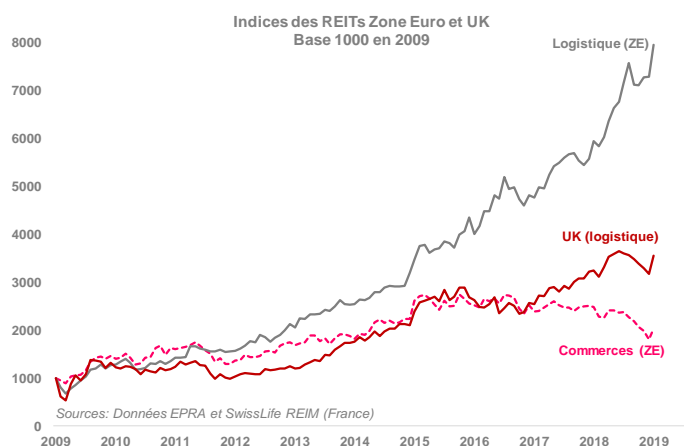
Quantification de la volatilité et approche tactique

Au-delà du cas particulier d'Asos et des enseignes textiles en ligne en Grande-Bretagne, il est important de réfléchir sur les autres secteurs consommateurs de biens immobiliers logistiques et cela afin de mieux quantifier l'impact d'une éventuelle diffusion des changements structurels sur d'autres secteurs.

Les achats en biens durables ou semi durables sont très élastiques à la croissance du revenu avec une croissance de la consommation très volatile. **En France, la volatilité associée à la consommation de ces biens est de 1,5 à 3 fois supérieure**

à celle de la consommation totale des ménages en France. **Dans les pays européens, elle est de 1 à 4,5.**

Les enseignes en ligne spécialistes de ces produits et fortes consommatrices de stockage » sont donc les plus exposées au ralentissement économique à venir. Sachant que les biens durables sont plus sophistiqués à stocker et à distribuer, l'équation deviendra forcément plus difficile à gérer pour les enseignes en ligne en cas de hausse des loyers avec forte baisse du chiffre d'affaires (lié à la volatilité décrite)².



L'indice EPRA REITs de la logistique en zone euro témoigne encore d'une valorisation de croissance, c'est pourtant l'heure d'être prudent compte tenu de la relation entre volatilité du chiffre d'affaires, cycle économique et *in fine* l'élasticité des valeurs locatives. Les arbres ne montent pas jusqu'au ciel !



Béatrice Guedj (PhD)

beatrice.guedj@swisslife-reim.fr

Directrice Recherche et Innovation

www.swisslife-reim.com

¹ Pour rappel, le rendement moyen total sur le secteur a été de 13% par an depuis 10 ans.

² Rétrospectivement, il est vraisemblable que la FNAC, enseigne de biens durables a pu reprendre l'avantage face à ses concurrents on-line grâce à son maillage : le

couplage physique-digital a eu raison d'un modèle concurrent du tout on-line, avec envolée du taux d'effort. D'autres enseignes historiques investissent le centre-ville plutôt que la livraison à domicile : Ikea et Boulanger tentent d'éviter la hausse du coût marginal lié à la distribution (le coût de livraison serait supérieur au ticket moyen) en plus d'une chasse au pouvoir d'achat des consommateurs les plus aisés.