

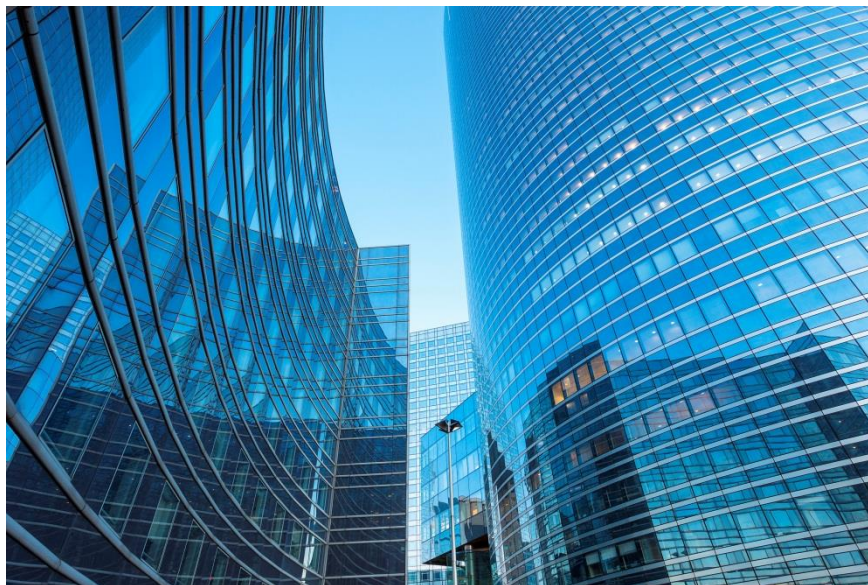
Juillet 2017

Real Estate Strategies

Les marchés immobiliers européens à la mi-année

Bienvenue dans le nouveau numéro de «Real Estate Strategies»:

Récapitulatif	1
Diminution des risques politiques dans la zone euro	2
Zone euro: croissance économique plus élevée, baisse des surfaces vacantes et hausse des loyers de bureaux	3
Des facteurs structurels et conjoncturels influent sur l'immobilier commercial et logistique	3
Nouvelle baisse des rendements initiaux nets pour les transactions	4
Les stratégies core+ et de valeur ajoutée recèlent le plus fort potentiel	4
Forte demande d'investissements dans les bureaux à Londres malgré le Brexit	5
Des niveaux de valorisation intéressants sur les marchés régionaux britanniques	5
Mentions légales	7
Disclaimer	7



Récapitulatif

- L'environnement macroéconomique pour les placements immobiliers européens reste passionnant. La reprise économique s'est consolidée, tandis que les risques politiques dans la zone euro sont pour le moment relégués au second plan
- Selon nous, la reprise des marchés immobiliers dans la zone euro devrait se poursuivre. La production de surfaces devrait rester faible au cours des deux années à venir, si bien que la reprise économique actuelle devrait conduire à un excédent de demande sur les marchés locatifs
- Les rendements des placements core dans la zone euro sont à la baisse. Actuellement, le plus grand potentiel réside selon nous dans les stratégies de placement à valeur ajoutée et core+, car elles permettent aux investisseurs de profiter du potentiel positif de location ou de développement de projets. La sélectivité des transactions ainsi que des compétences éprouvées en gestion des actifs demeurent indispensables
- Au Royaume-Uni, le Brexit reste au centre des attentions. Bien que les incertitudes politiques demeurent fortes, la probabilité d'un «soft Brexit» a à nouveau augmenté depuis les élections parlementaires de juin 2017
- Les investissements dans l'immobilier de bureau londonien sont très en vogue chez les grands investisseurs asiatiques. Certes, il existe à court terme des incertitudes et des risques accrus liés au marché locatif en raison du niveau élevé des prix à Londres. Mais à plus long terme, nous restons optimistes pour Londres en tant que place financière et de services
- Les investissements dans les marchés régionaux britanniques font partie intégrante de nos stratégies de placement à valeur ajoutée et core+ paneuropéennes. Les investissements à Bristol, Leeds, Édimbourg ou Glasgow affichent des niveaux de rendement plus élevés que d'autres placements similaires à l'international. La faible activité de construction est selon nous favorable aux perspectives de ces marchés locatifs malgré l'incertitude à court terme liée au Brexit

La présente édition de Real Estate Strategies met en lumière l'évolution des marchés immobiliers en Europe – y compris les différents événements politiques du premier semestre 2017 – et aborde les perspectives actuelles pour les placements immobiliers en Europe.

Zone euro : Diminution des risques politiques

Les perspectives pour les marchés européens de l'immobilier commercial étaient modérément optimistes au début de l'année 2017. D'une part, la plupart des acteurs du secteur s'attendaient à ce que les marchés immobiliers européens poursuivent leur évolution positive. Mais d'autre part, les élections déterminantes aux Pays-Bas, en France et en Allemagne ainsi que la mise en œuvre des négociations relatives au Brexit étaient autant de sources d'incertitude.

Tableau 1: Événements politiques en Europe au 1^{er} semestre 2017

Événements politiques	Commentaire
Élections présidentielles et parlementaires en France	<p>Victoire éclatante et majorité absolue au parlement pour le nouveau venu réformiste Emmanuel Macron et son mouvement «En Marche»</p> <ul style="list-style-type: none"> • Répercussions positives potentielles sur la croissance économique, la collaboration FR-DE, et donc renforcement de l'UE
Élections aux Pays-Bas	<p>Gouvernement conservateur confirmé, populiste de droite Gerd Wilders en deçà des attentes</p> <ul style="list-style-type: none"> • Pas de répercussions négatives de la politique sur la croissance économique
Brexit/élections en Grande-Bretagne	<p>La première ministre Theresa May a activé fin mars l'article 50 des traités de l'UE, a convoqué de nouvelles élections, a perdu la majorité absolue mais gouvernera avec l'appui des unionistes nord-irlandais</p> <ul style="list-style-type: none"> • Probabilité accrue d'un soft Brexit mais l'incertitude générale subsiste; risque de nouvelles élections <p>Lourdes pertes pour le SNP écossais</p> <ul style="list-style-type: none"> • Velléités d'indépendance écossaises mises en veille

Source: Credit Suisse

Comme résumé dans le Tableau 1, les élections aux Pays-Bas et en France ont vu le triomphe des partis du centre. Les élections françaises pourraient même déboucher sur une vague de réformes inespérée avec des effets positifs sur la croissance économique, pour autant que la nouvelle équipe dirigeante mette en œuvre son projet.

Dans l'ensemble, le premier semestre a été un succès du point de vue des institutions de l'UE et de l'euro. Ceci se reflète également dans les enquêtes (p. ex. celle de la

fondation Bertelsmann), qui montrent un regain de soutien aux institutions de l'UE et à l'euro parmi la population.

Le prochain scrutin important aura lieu le 24 septembre 2017 avec les élections du Bundestag en Allemagne; selon nos prévisions, ces élections comportent peu de risques pour l'évolution des marchés immobiliers, car les deux grands partis disposent d'une large «majorité» tandis que les partis à la marge du spectre politique ne rencontrent qu'une adhésion limitée.

Nous nous attendons donc à ce que les risques politiques dans la zone euro soient relégués au second plan et que la discussion quant à un possible effondrement de l'euro s'apaise.

Probabilité accrue d'un «soft Brexit»

En revanche, le Brexit reste un facteur d'incertitude. Avec l'activation de l'article 50 des traités européens, le Royaume-Uni a initié fin mars 2017 le processus formel de sa sortie de l'UE. Contrairement aux attentes initiales, les élections parlementaires convoquées rapidement en juin n'ont toutefois pas donné de majorité stable à la première ministre Theresa May, qui est à présent tributaire du soutien des unionistes nord-irlandais. La majorité gouvernementale reste donc extrêmement fragile.

Cette incertitude politique persistante a majoritairement été jugée comme négative par les marchés financiers et la monnaie britannique s'est affaiblie suite aux élections. Pour ce qui concerne les perspectives à moyen terme du marché immobilier à Londres, nous sommes aujourd'hui plus optimistes qu'avant le scrutin. En effet, nous estimons à l'heure actuelle qu'un «soft Brexit» est plus probable qu'auparavant. Avec les résultats des élections et l'effritement de la majorité en faveur du Brexit, nous pensons même qu'il existe à présent une faible chance que le Brexit soit complètement annulé, bien que ce scénario demeure fort peu probable.

Figure 1: Confiance des consommateurs et indice des directeurs d'achat pour la zone euro



Source: Credit Suisse IDC. Dernières données en juillet 2017

Nous considérons en outre comme positif le fait que les pertes électorales du parti nationaliste écossais aient à nouveau mis

en veille les vellités sécessionnistes de l'Écosse. Ceci réduit significativement les incertitudes liées aux investissements dans le marché immobilier écossais, que nous jugeons prometteur.

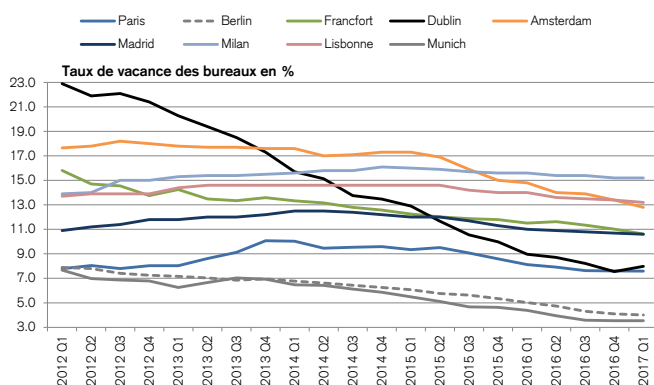
Zone euro: croissance économique plus élevée, baisse des surfaces vacantes et hausse des loyers de bureaux

L'évolution économique dans la zone euro n'a pas été affectée par les différents événements politiques au premier semestre. La reprise des marchés du travail s'est poursuivie et les indicateurs conjoncturels avancés que sont l'indice des directeurs d'achat et la confiance des consommateurs font apparaître un dynamisme économique accru (voir Figure 1). Par conséquent, le service Research du Credit Suisse table pour cette année sur une hausse de la croissance économique réelle dans la zone euro de 2,0% contre 1,8% l'an dernier. L'Espagne, l'Irlande mais aussi désormais les Pays-Bas devraient enregistrer des taux de croissance supérieurs à 2%, tandis que la croissance demeurera extrêmement robuste en Allemagne avec 1,8%. L'Italie, le Portugal et la France restent certes à la traîne de cette évolution, mais nous prévoyons également pour ces pays une hausse du PIB réel, qui atteindrait entre 1,0% et 1,6%.

Ce contexte économique favorable fait baisser les taux de vacance des immeubles de bureaux, comme le montre la Figure 2.

Les marchés allemands de l'immobilier de bureau ont poursuivi leur forte reprise; à Munich et Berlin, les taux de vacance s'établissent autour de 4% et la pénurie de surfaces disponibles se fait de plus en plus ressentir. À Francfort aussi, le taux de surfaces vacantes continue de baisser et s'établit désormais à 11% contre 16% en 2012.

Figure 2: Tendance à la baisse des surfaces de bureaux vacantes

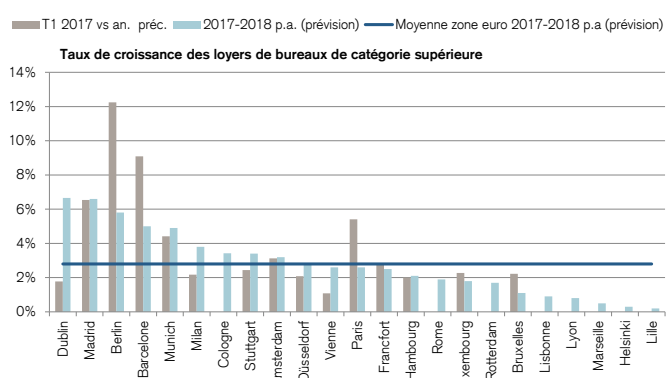


Source: PMA, Credit Suisse
Dernières données en: mars 2017

La reprise de l'immobilier de bureaux dans la zone euro ne se limite pas à l'Allemagne. Les surfaces vacantes sont également en baisse dans la plupart des autres pays. Cela conduit à une hausse des loyers libres, car la pénurie croissante de surfaces disponibles influe sur les négociations entre les locataires et les bailleurs. La Figure 3 compare la dynamique actuelle des loyers (T1 2017) avec nos prévisions pour 2017 et 2018. Dans les villes de Berlin, Munich, Barcelone, Madrid et Paris, les loyers des immeubles de bureaux de catégorie supérieure ont déjà enregistré une forte progression au premier trimestre 2017.

Il est d'ores et déjà prévisible que le volume de nouvelles surfaces mises sur le marché restera historiquement bas en 2017 et 2018 sur la plupart des principaux marchés de l'immobilier de bureaux de la zone euro (en moyenne moins de 1% du parc total existant), car le nombre de gros projets de construction initiés ces dernières années a été faible. Étant donné que nous attendons parallèlement une forte demande de surfaces compte tenu des prévisions d'évolution positive de l'emploi, nous tablons sur une poursuite de la reprise des marchés locatifs. Les loyers dans la zone euro devraient augmenter de 2,8% p. a. en moyenne d'ici à la fin 2018, mais les marchés de l'immobilier de bureaux en Allemagne, aux Pays-Bas, en Espagne et en Irlande devraient afficher des taux de croissance encore plus élevés.

Figure 3: Hausse des loyers de bureaux dans la zone euro



Source: PMA, Credit Suisse
Dernières données en: juillet 2017

Des facteurs structurels et conjoncturels influent sur l'immobilier commercial et logistique

Le contexte économique favorable donne également des impulsions positives aux marchés de l'immobilier commercial et logistique. Compte tenu de l'évolution vers une distribution multicanale, les surfaces logistiques font l'objet d'une forte demande. Les loyers sont restés plutôt stables dans la zone

euro, si bien que nous entrevoyons un potentiel supplémentaire sur ce segment.

L'immobilier commercial a d'une part pâti de cette tendance, car on estime que la vente en ligne fait baisser structurellement d'environ 10% à 20% le besoin en surfaces. Ce sont en particulier les surfaces anciennes et mal positionnées qui sont mises en difficulté. D'autre part, les répercussions sur les immeubles commerciaux sont diverses. Les détaillants en ligne qui réussissent le mieux combinent la distribution physique avec la vente en ligne, et bon nombre de surfaces bien positionnées en centre-ville continuent d'afficher une tendance positive. Dans le sillage du redressement de la consommation en Europe, les immeubles logistiques comme les immeubles commerciaux devraient bénéficier d'impulsions conjoncturelles positives. La situation et la position des surfaces demeurent toutefois déterminantes quant à la possibilité pour les investisseurs de profiter de la reprise générale du marché.

Nouvelle baisse des rendements initiaux nets pour les transactions

Compte tenu de l'amélioration de l'environnement du marché locatif et de la persistance de l'environnement de taux bas, les placements immobiliers dans la zone euro ont à nouveau enregistré une forte demande de la part des investisseurs institutionnels comme des privés.

L'excédent de demande sur le marché des investisseurs a entraîné une baisse des rendements nets au premier trimestre, comme l'illustre la Figure 4 pour les trois segments de l'immobilier. Les rendements initiaux nets ont été de 3,5% pour les immeubles commerciaux des sites 1a contre à peine 4% pour les immeubles de bureaux, tandis que les investissements dans les principaux hubs logistiques affichent un rendement net de 5,5%. Nous avons notamment observé au premier trimestre un nouveau repli significatif des rendements nets pour les sept principales villes en Allemagne. D'après nos indications, cette pression sur les rendements ne s'est pas relâchée au deuxième trimestre.

Étant donné que la Banque centrale européenne (BCE) a jusqu'à présent maintenu sa politique monétaire expansionniste, ce type de placements immobiliers core affiche toujours une forte prime de plus de 300 points de base par rapport à l'emprunt de référence en EUR à 10 ans, même si les primes de risque ont baissé au cours de l'année écoulée.

Les stratégies core+ et de valeur ajoutée recèlent le plus fort potentiel

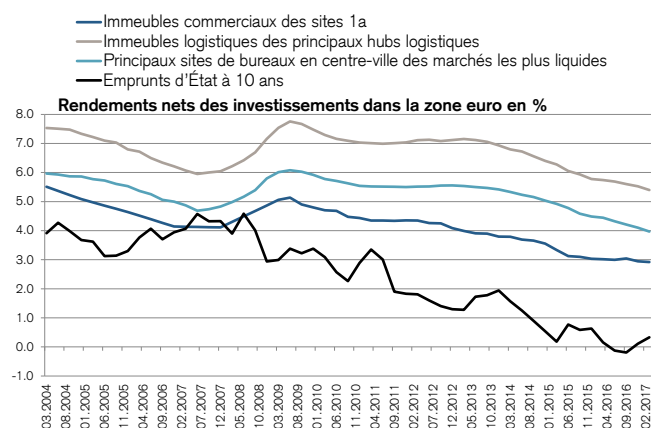
Étant donné que la BCE va, selon toute vraisemblance, préparer l'arrêt de son programme d'assouplissement quantitatif au second semestre 2017 et en 2018, nous

pensons que les rendements nets atteindront bientôt leur plancher dans la plupart des marchés. Nous partons toutefois du principe que les rendements nets se maintiendront à ces faibles niveaux au cours des prochaines années.

Historiquement, on constate que les rendements nets ne repartent à la hausse que vers le milieu du cycle de relèvement des taux. C'est pourquoi nous restons constructifs en ce qui concerne les perspectives de placement. Nous tablons cependant sur une baisse des rendements totaux pour les stratégies purement core due à l'absence d'effets de valorisation positifs résultant de la baisse des rendements nets. L'évolution du marché locatif devrait désormais jouer un rôle plus important.

Pour les investisseurs immobiliers se pose la question du positionnement à adopter dans l'environnement actuel. Nous pensons qu'actuellement dans la zone euro, les stratégies d'investissement core+ et de valeur ajoutée offrent les meilleures perspectives en terme de rapport rendement/risque. Comme nous l'avons déjà décrit dans l'édition de «Real Estate Strategies» consacré à la stratégie de valeur ajoutée en février dernier, la «sélection des transactions» ainsi que la gestion des actifs sont des prérequis importants. Nous privilégions les investissements sélectifs dans une optique de valeur ajoutée en Allemagne, en Espagne, aux Pays-Bas et en Irlande.

Figure 4: Baisse des rendements initiaux nets dans la zone euro



Source: PMA, Eikon, Credit Suisse
Dernières données en: mars 2017

L'ajout de «fonds de valeur ajoutée» aux portefeuilles immobiliers core permet aux investisseurs qui n'ont jusqu'à présent investi qu'en fonds core de faire évoluer le profil de rendement et de risque de leurs placements vers le profil de risque core+. Dans le contexte actuel, ils peuvent ainsi bénéficier d'un rendement supplémentaire par rapport aux placements core moins rentables. Cependant, les risques

augmentent également. Mais nous pensons que les perspectives de marché justifient cette stratégie.

Forte demande d'investissements dans les bureaux à Londres malgré le Brexit

Bien que plus d'un an se soit écoulé depuis le vote du Brexit, des incertitudes politiques subsistent et influent sur l'évolution des marchés immobiliers.

Les marchés de l'immobilier commercial au Royaume-Uni ont réagi au Brexit sous différentes formes. Durant les premiers mois qui ont suivi la décision populaire de juin 2016, les transactions et les opérations sur le marché locatif ont été pratiquement à l'arrêt. Les évaluations d'immeubles notamment en dehors de Londres ont été revues à la baisse, car les estimateurs immobiliers indépendants ont appliqué dans leurs modèles des taux de décote relativement élevés et les prix du marché ont également connu un léger repli.

Vers la fin de l'année, la situation sur le marché des investissements s'est stabilisée pour les placements immobiliers commerciaux à Londres. Les marchés locatifs à Londres et en dehors de la capitale ont vu leur activité reprendre, car l'évolution économique au Royaume-Uni est restée positive contrairement à ce qui avait été craint.

Le Brexit a toutefois eu en 2016 un impact négatif sur la performance des placements immobiliers, et le rendement global enregistré par l'indice MSCI IPD n'a été que de 3,9%. Il s'agit de la plus faible performance annuelle depuis 2012, avec un fort ralentissement de 13,1% du rendement global par rapport à l'année précédente. En comparaison mondiale des pays industrialisés, le Royaume-Uni a ainsi enregistré la deuxième plus mauvaise performance. Seuls les placements immobiliers en Italie ont enregistré des rendements inférieurs. En 2017, la situation semble pour le moment différente. Les liquidités pour des investissements immobiliers à Londres ont de nouveau afflué massivement au premier semestre 2017. On notera que d'importantes transactions, voire des méga-transactions comme p. ex. celle d'immeuble «Leadenhall» a été conclues.

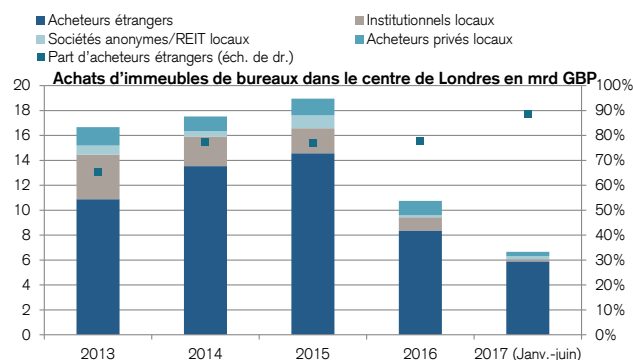
L'activité de transaction à Londres a été animée par les acheteurs étrangers, comme au cours de ces dernières années. Leur domination est encore plus marquée en 2017 avec une proportion de près de 90%, contre 75% en moyenne sur les trois dernières années. Les deux tiers des investisseurs étrangers en 2017 venaient de Hong Kong et de Chine (voir Figure 5).

Certes, les perspectives à court terme du marché locatif sont mitigées pour Londres et nous nous attendons à une nouvelle hausse des surfaces vacantes ainsi qu'à une baisse des loyers d'environ 10% à 15% d'ici fin 2018.

Mais ces investisseurs ont souvent une vision à plus long terme et voient dans la forte dépréciation de la livre sterling une opportunité d'entrée intéressante sur le marché immobilier

de bureaux le plus liquide d'Europe. Nous pensons qu'à court terme, la situation à Londres pourrait devenir volatile mais nous sommes convaincus qu'à long terme, Londres devrait rester une place financière et de services compétitive de premier plan à l'échelle mondiale, et ce, indépendamment du Brexit.

Figure 5: Transactions de surfaces bureaux à Londres



Source: RCA, Credit Suisse

Dernières données en: juillet 2017

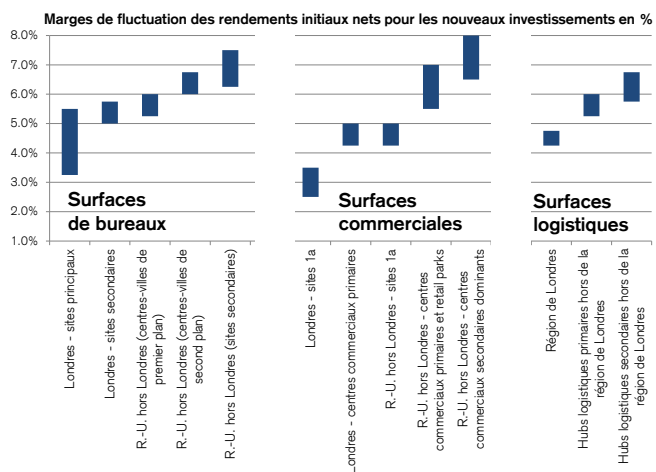
Des niveaux de valorisation intéressants sur les marchés régionaux britanniques

En dehors de la capitale britannique, le niveau des investissements est resté plutôt modéré, car bon nombre de participants temporisent. La Figure 6 montre la forte variation des niveaux de rendement qui caractérisent actuellement le marché britannique des transactions. Même dans la capitale britannique, le niveau des rendements nets varie selon les caractéristiques de l'actif, le marché local, la durée des contrats de location ainsi que la structure locative.

En comparaison internationale, on remarque que les placements immobiliers dans les villes britanniques en dehors de Londres affichent des rendements nettement plus élevés que ceux d'objets similaires dans les principales villes d'Europe, des États-Unis ou d'Asie. En particulier pour les investissements dans les villes régionales anglaises ou écossaises telles que Bristol, Édimbourg, Glasgow ou Leeds, nous observons actuellement des niveaux de valorisation intéressants, car les rendements dans ces villes sont supérieurs de 1,5% à 2,5% à ceux de Londres. Dans le même temps, nous tablons ici sur des risques liés à l'offre limitée compte tenu des faibles volumes de construction, tandis qu'à Londres les taux de vacance ont déjà commencé à augmenter. Nous ne pensons certes pas que ces villes régionales connaîtront de fortes hausses de loyer comme dans la zone euro, mais le marché locatif devrait y rester équilibré. C'est pourquoi les investissements dans les marchés régionaux britanniques demeurent l'un des thèmes clés de nos stratégies core+ et de valeur ajoutée. L'ajout de ce type

d'investissements à des portefeuilles de placements dans la zone euro permet d'accroître globalement la diversification des portefeuilles européens et de rendre ces portefeuilles plus résistants en cas de chocs tels que des hausses de taux dans la zone euro, tout en augmentant les rendements de distribution.

Figure 6: Des niveaux de rendement variables



Source: Cushman and Wakefield, Savills, Credit Suisse
Dernières données en: mars 2017

Mentions légales

Copyright

Cette publication peut être citée à condition de mentionner la source. Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG et/ou sociétés liées. Tous droits réservés.

Date de parution
Juillet 2017

Éditeur:
Asset Management Global Real Estate

Auteur:

Zoltan Szelyes, CAIA, CFA
Head Global Market Research
Asset Management Global Real Estate
E-mail: zoltan.szelyes@credit-suisse.com

Brice Hoffer
Real Estate Economics
E-mail: brice.hoffer@credit-suisse.com

Disclaimer

Les informations fournies constituent un support marketing. Elles ne doivent pas être interprétées comme un conseil financier ou autre fondé sur la situation personnelle du destinataire ni comme le résultat d'une analyse indépendante et objective. Les informations fournies dans le présent document ne sont pas juridiquement contraignantes et ne constituent ni une offre ni une incitation visant à la conclusion de quelque transaction financière que ce soit. Les informations fournies dans le présent document ont été élaborées par Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales (ci-après CS) avec le plus grand soin et en toute bonne foi. Les informations et les opinions exprimées dans le présent document reflètent celles du Credit Suisse au moment de la rédaction et sont sujettes à modification à tout moment sans préavis. Elles proviennent de sources considérées comme fiables. Le CS ne fournit aucune garantie quant au contenu et à l'exhaustivité de ces informations et décline toute responsabilité pour les pertes qui pourraient résulter de l'utilisation de ces informations. Sauf mention contraire, les chiffres n'ont pas été vérifiés. Les informations fournies dans le présent document sont réservées au seul usage de son destinataire. Il est interdit d'envoyer, d'introduire ou de distribuer ces informations ou une copie de celles-ci aux Etats-Unis ou de les remettre à une personne US (au sens de la Regulation S de l'US Securities Act de 1933, dans sa version amendée). La reproduction intégrale ou partielle du présent document sans l'accord écrit du CS est interdite. Les principaux risques associés aux placements immobiliers incluent la liquidité limitée du marché immobilier, l'évolution des taux d'intérêt hypothécaires, l'évaluation subjective des immeubles, les risques intrinsèques liés à la construction d'immeubles et les risques environnementaux (p. ex. terrains contaminés).

Copyright © 2017 Credit Suisse Group AG et/ou ses filiales. Tous droits réservés.