

Premier semestre 2024

A retenir

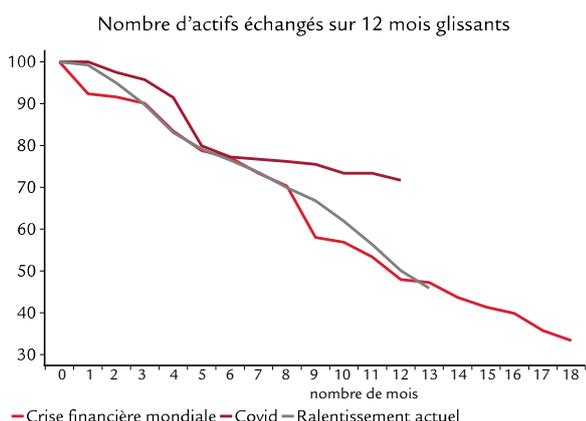
- **Le flou de marché s'estompe** : d'après le consensus, le pic de politique monétaire est passé, avec des taux d'inflation en repli et approchant les cibles des banques centrales. Cela procurera une stabilité bienvenue sur les marchés financiers, et clarifiera le prix des actifs.
- **Le bon timing** : identifier le point bas d'un cycle une fois qu'il est passé est bien plus simple. Les investisseurs doivent toutefois être à l'affût d'opportunités où les prétentions de prix du vendeur vont le plus rapidement correspondre aux attentes de l'acheteur.
- **Créer de la valeur avec la gestion active** : en 2023, la classe d'actifs a tenu sa promesse de protection contre l'inflation. Dans un contexte de rendement souverain en hausse, rendement et croissance du revenu porteront de plus en plus la performance immobilière. Le recours à des stratégies de gestion active sera nécessaire pour surperformer.
- **Accès limité au bon produit** : les difficultés du secteur de la construction limiteront l'offre. Mais comme investisseurs et locataires sont obnubilés par les biens de grande qualité, elles permettront une hausse des loyers à court terme malgré la croissance économique atone.
- **Des tendances de long terme structurent la demande** : les investisseurs immobiliers doivent observer ces tendances d'interaction et d'appropriation des actifs pour se protéger de la récession et de la rupture.

Quel moment choisir pour rejoindre le marché ?

La crainte d'investir avec la plongée des valeurs a mis au supplice les volumes d'investissements. Les investisseurs immobiliers ont plutôt observé les rendements souverains, en quête de stabilité dans ces titres à « taux sans risque » indiquant une stabilisation du

rendement immobilier. L'activité d'investissement devrait rebondir en 2024, favorisant la fixation des prix. Si le premier semestre ne devrait livrer que de timides signes d'amélioration, au second, l'activité va gagner en dynamisme.

En un graphique



Pour tâcher de répondre à la question ci-dessus, la plateforme d'analyse immobilière RCA a eu l'idée de comparer le ralentissement actuel à d'autres. Elle a suivi sur 12 mois glissants le nombre de biens échangés, indexé sur le mois du pic. En septembre 2023, l'investissement dans l'immobilier commercial signalait son treizième mois de repli de rang, peu ou prou similaire à sa position lors de la crise financière. Si chaque ralentissement est affaire de nuances et difficilement comparable, le repli actuel atteindra son plancher au 18^e mois, soit au cours du T1 2024, s'il suit la trajectoire de la crise financière.

Cinq thèmes influenceront le paysage économique en 2024. Les salaires réels augmentent, une première depuis 2021, indiquant que le creux devrait être passé au milieu de l'année. Secundo, le resserrement de politique monétaire des derniers mois rapproche l'inflation des objectifs des banques centrales. Troisième point, politiques monétaire et budgétaire vivent un basculement. Après le soutien budgétaire à l'économie depuis la pandémie, la relance en 2024 viendra de coûts de financement et de taux d'intérêt plus faibles. Quatrièmement, l'année marquera un record pour la démocratie : jamais autant de personnes dans le monde n'ont été appelées aux urnes sur une seule année. Hormis une volatilité temporaire sur les marchés financiers, notamment sur le marché des changes, l'issue politique n'aura probablement pas d'impact à court terme sur les perspectives économiques européennes. Le cinquième thème va cependant peser davantage sur l'économie mondiale : la Chine ne devrait pas alimenter la croissance. Les exportations européennes de marchandises vers la Chine se rétablissent doucement, et le nombre de touristes chinois reste inférieur au niveau pré-covid.

Le PIB scruté

Malgré un bref répit en milieu d'année, les craintes de récession se ravivent d'après les enquêtes de marché, notamment en zone euro (probabilité de 65%), Allemagne et Italie en tête (resp. 75% et 60%), et au Royaume-Uni (60%). Une récession mettrait en grande difficulté à la fois consommateurs et entreprises, avec pour issue le ralentissement actuel qui atteindrait le marché locatif. Celui-ci s'est jusqu'ici montré très résistant à une conjoncture difficile. Cela étant, une récession pourrait avoir un aspect positif : si la croissance connaît un coup d'arrêt, cela devrait suffire aux banques centrales pour opérer un virage à 180 degrés et baisser les taux directeurs. Notre scénario de référence prévoit la première baisse en avril de la part de la BCE, et en juillet pour la Fed et en août pour la Banque d'Angleterre. Cette évolution favorisera les rendements obligataires publics en devise locale, ce qui profitera aux rendements immobiliers et à l'activité d'investissement. Les investisseurs immobiliers pourront alors trouver des opportunités de qualité à bon prix, l'ensemble de cet univers ayant vécu une période de refonte des prix, où les valeurs de capital ont été scrutées et réévaluées. Elles sont désormais au prix le plus juste.

Hausse des taux à long terme en vue

Si nous prévoyons des baisses de taux directeurs en 2024, les taux d'intérêt clés ne devraient pas retrouver leur faible niveau pré-covid. L'inflation diminuera, mais sera à peine inférieure aux objectifs des gardiens de la monnaie – les taux devront donc rester suffisamment serrés. En l'état, nous pensons être entrés dans un nouvel environnement macroéconomique de taux à long terme élevés. Quoi qu'il en soit, l'immobilier est par nature une couverture efficace contre l'inflation, car les baux commerciaux prévoient généralement des révisions indexées. L'immobilier devrait donc rester favorable aux investisseurs – la croissance du revenu deviendra toutefois le facteur clé de performance.

Carnet de chèques à la main

En raison de l'évolution des marchés financiers dans leur ensemble, le volume de transactions recule depuis le T4 2021. Le recul en Europe atteint sept trimestres de rang. Au T3, le volume négocié est d'à peine 34,6 mia. EUR (-59% en glissement annuel), soit le plus faible depuis la période ayant suivi la crise financière mondiale voilà plus de dix ans. Un ralentissement qui s'avère généralisé, sur le plan régional comme des actifs, en raison d'un large fossé entre prétentions des acheteurs et des vendeurs. Les marchés d'Europe méridionale ont fait légèrement mieux au T3 – le repli semblant ralentir moins vite. En Espagne p. ex., l'activité a augmenté de 8% par rapport au T2. Le fossé des attentes de prix devrait se combler à court terme si l'inflation poursuit son recul et que les banques centrales commencent à baisser leurs taux directeurs. Le marché y verra non seulement plus clair côté prix, mais la pression sur le refinancement diminuera aussi. Le sentiment du marché pourra ainsi se rétablir. Les transactions devraient donc rebondir au 1^{er} semestre, alors que les premières données du T4 signalent déjà un regain d'activité, sur fond de niveaux satisfaisants de capitaux engagés par les investisseurs mondiaux. De grandes réserves de capital sont donc prêtes à être investies dans l'immobilier européen.

Le résidentiel reste solide

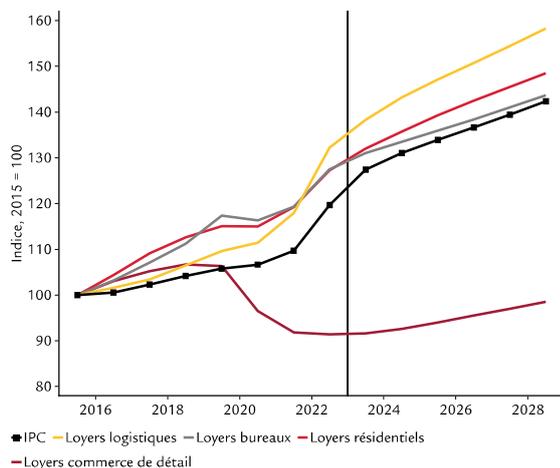
La base locative du résidentiel, s'appuyant sur les ménages par opposition aux entreprises, fait que ce segment est moins exposé que d'autres dans le secteur

immobilier face au ralentissement économique. Notre foi dans ce segment demeure donc très marquée, notamment au vu de la pénurie chronique d'offre sur les marchés européens. De plus, les récentes hausses de taux ont eu un effet d'entraînement sur les taux hypothécaires ; à la clé, baisse de pouvoir d'achat et exacerbation d'un déséquilibre offre/demande déjà au plus mal. A plus long terme, la demande locative (individuelle, collective, étudiante, colocation) sera portée par des évolutions démographiques comprenant l'immigration et la croissance de la population. Les investisseurs sont toutefois appelés à la prudence : la forte croissance des loyers des douze derniers mois met l'accessibilité en question, et le poids croissant de l'ESG rendra incontournable la sélection d'actifs durables.

Lueur d'espoir

Malgré un ralentissement en 2023, chez les investisseurs comme les locataires, nous restons concentrés sur l'industrie et la logistique comme lueur d'espoir. La situation géopolitique a exposé les faiblesses des chaînes d'approvisionnement. En conséquence, les entreprises vont demander plus de surface industrielle pour stocker, se protéger de futures ruptures et satisfaire une exigence croissante de rapidité de livraison. A long terme, la croissance de l'e-commerce de 6% à 10% d'ici 2028 sur les marchés européens clés (PMA) portera la demande, notamment en actifs logistiques urbains et grandes unités le long d'axes de transport. Notre confiance dans ce secteur se reflète également dans nos prévisions de croissance des loyers (graphique 1), qui devraient nettement surpasser l'inflation sur la période de prévision.

Graphique 1 : Prévision de loyers et d'IPC



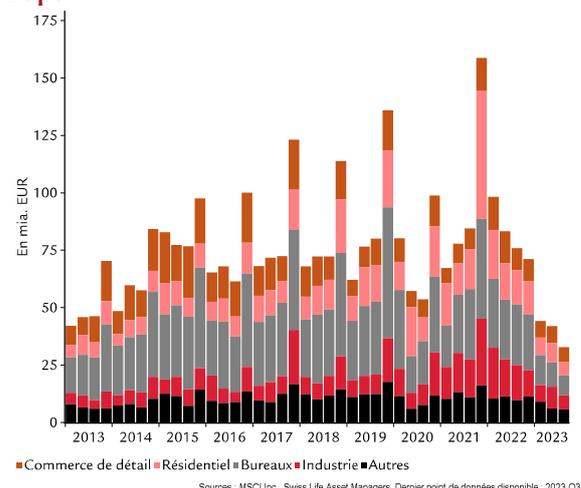
Les bureaux inquiètent

Il fut un temps où le secteur des bureaux était considéré comme un pari sûr pour la performance. Toutefois, l'autonomie numérique continue de le menacer, lui qui est dénué de facteur de demande à long terme. Désormais, les gestionnaires de portefeuille très exposés devront allouer une large part des dépenses d'investissement pour éviter la vacance et l'obsolescence, ou pour appliquer des stratégies de repositionnement. Il est donc crucial de cibler des villes résilientes, notamment là où les prévisions d'emplois de bureau et de croissance du PIB sont les plus fortes. Ainsi, la hausse des loyers « prime » sur les cinq prochaines années devrait être la plus marquée à Paris Centre d'affaires (en moyenne 3,50% p.a.), Madrid (3,00% p.a.), et Londres West End (2,00% p.a.). Une approche très sélective est de mise, l'offre d'actifs « prime » diminuant.

Secteurs axés consommation : danger

Bien que l'inflation reflue après avoir atteint des sommets, le moral des ménages reste négatif. En Europe, ils font face à une forte pression des coûts. Le taux de vacance élevé dans le commerce de pied d'immeuble pénalisera la performance. Aucune reprise n'est à attendre pour le commerce de détail sur la période. L'hôtellerie s'est bien remise, le tourisme tutoyant ses niveaux pré-covid pour la première fois depuis 2022. Comme voyager n'est pas une dépense essentielle, notre confiance en matière d'investissement va aux destinations de voyages d'affaires et touristiques majeures, dont Londres, Paris, Madrid et Berlin.

Graphique 2 : Volume de transactions en Europe



Auteurs

Swiss Life Asset Managers

Francesca Boucard
Head Real Estate Research & Strategy
francesca.boucard@swisslife-am.com

Marc Brütsch
Chief Economist
marc.bruetsch@swisslife-am.com

Robert Kuert
Real Estate Research Analyst Switzerland
robert.kuert@swisslife-am.com

Swiss Life Asset Managers, France

Béatrice Guedj
Head Research & Innovation
beatrice.guedj@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

Swiss Life Asset Managers, UK

Frances Spence
Head Research, Strategy & Risk
frances.spence@swisslife-am.com

Rachel Singleton
Analyst Research, Strategy & Risk
rachel.singleton@swisslife-am.com

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 actuels et potentiels. **Allemagne** : la présente publication est distribuée en Allemagne par Swiss Life Asset Managers Deutschland GmbH, Clever Strasse 36, D-50668 Cologne ; Swiss Life Asset Managers Luxembourg, Niederlassung Deutschland, Hochstrasse 53, D-60313 Francfort-sur-le-Main et BEOS AG, Kurfürstendamm 188, D-10707 Berlin. **Royaume-Uni** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Managers UK Ltd., 55 Wells Street, London W1T 3PT. **Suisse** : la présente publication est distribuée par Swiss Life Asset Management SA, General Guisan Quai 40, CH-8022 Zurich. **Norvège** : Swiss Life Asset Managers Holding AS, Haakon VIIIs gt 1, NO-0161 Oslo