

Juillet 2023



Marchés immobiliers américain et européen : pourquoi l'Europe devrait se démarquer

Division de l'immobilier, Fidelity International

Introduction

La perception négative du marché immobilier européen est-elle justifiée ou plutôt influencée par la situation aux États-Unis?



Cian O'Sullivan

Analyste en recherche principal – Immobilier européen

Compte tenu de la relation étroite entre la performance des marchés immobiliers américain et européen au XXI^e siècle, il est d'usage dans notre secteur de transposer les connaissances sur un marché à un autre marché, et en particulier d'appliquer les perspectives du marché américain au marché européen. Les États-Unis ont été un indicateur précurseur de plusieurs grandes tendances au cours du dernier cycle, incluant l'essor du commerce électronique et l'explosion du secteur de la logistique et le déclin de celui de la vente au détail, ce qui confirme le bien-fondé d'une telle approche.

En ce moment, l'inflation est un problème des deux côtés de l'Atlantique et la hausse consécutive des taux d'intérêt a réduit l'intérêt pour le secteur immobilier partout dans le monde. À cela s'est ajoutée l'agitation dans le secteur bancaire, qui a été attribuée en partie aux placements immobiliers. Cependant, dans le contexte actuel, transposer les perspectives du marché américain au marché européen peut induire en erreur, notamment pour les raisons suivantes :

- En Europe, une réévaluation rapide de la valeur du capital fondée sur le rendement a déjà eu lieu, alors qu'en Amérique du Nord, une réduction sensible de la valeur du capital se fait toujours attendre, malgré l'effritement des données fondamentales.
- En Europe, ce repli survient alors que les taux d'occupation sont extrêmement faibles dans de nombreux marchés, alors qu'aux États-Unis, ils sont 2,6 fois plus élevés en moyenne.
- L'absorption nette des locaux à bureaux en Europe est positive, et ce depuis les sept derniers trimestres. Aux États-Unis, elle est négative depuis le début de la pandémie.
- Les incitatifs à la location standards en Europe (10,3 % en moyenne) sont beaucoup moins élevés qu'aux États-Unis, ce qui permet aux loyers nets réels d'augmenter lentement, alors qu'aux États-Unis, des incitatifs de l'ordre de 30 % de la valeur locative sont courants, ce qui réduit les revenus d'exploitation nets.
- L'Europe a une bonne longueur d'avance sur les États-Unis en ce qui a trait aux bureaux partagés ou à la réduction du nombre de bureaux disponibles par travailleur, ayant amorcé cette transition avant la pandémie de COVID-19. Par conséquent, l'utilisation des bureaux est déjà plus efficace en Europe au moment où s'amorce une période de rationalisation des locaux attribuable au télétravail.

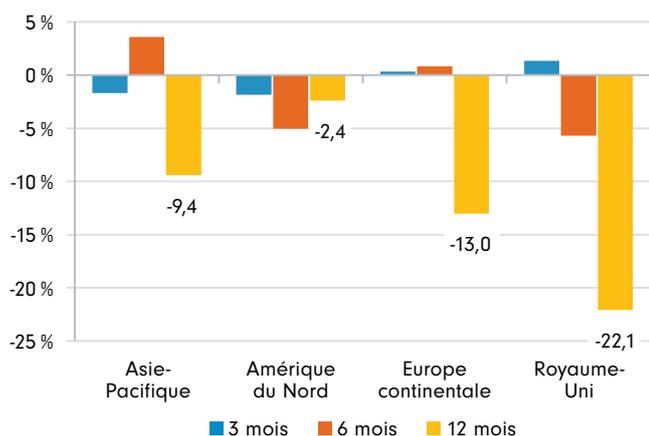
...dans le contexte actuel, transposer les perspectives du marché américain au marché européen peut induire en erreur

Les valeurs européennes recalculées sont proches des niveaux planchers

Les valeurs nord-américaines ne reflètent pas encore les données fondamentales

Malgré une baisse marquée du volume de transactions en Europe depuis l'été 2022, les experts n'ont pas opté pour des clauses d'incertitude importante liée aux évaluations comme durant la crise financière mondiale et la première phase de la pandémie. Ils ont plutôt augmenté les taux de rendement des immeubles de premier ordre et les taux d'actualisation pour tenir compte des hausses de taux d'intérêt que nous avons connues. Ce « rajustement mécanique » a entraîné une réévaluation excessivement rapide des prix, et bien que les volumes de transactions restent faibles, il existe des motifs raisonnables de penser que les transactions ont été conclues à des prix proches des valeurs comptables, ce qui augmente la confiance dans l'exactitude des évaluations actuelles et contribue à la transparence et à l'efficacité du marché.

Croissance de la valeur du capital des immeubles



Source : MSCI, T1 2023

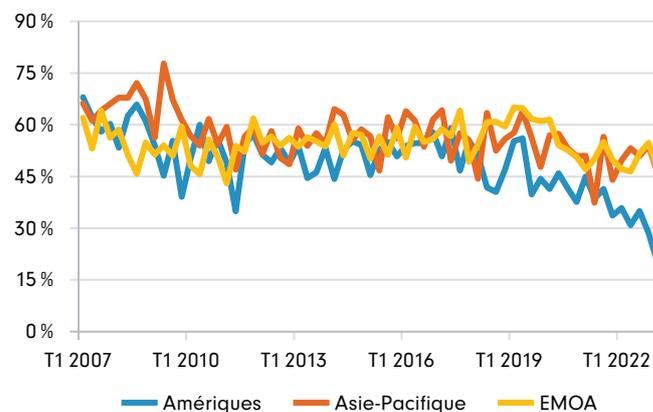
Par contre, en Amérique du Nord, le rajustement de la valeur du capital afin de refléter les bouleversements macroéconomiques majeurs et la fin des conditions idylliques de « faibles taux prolongés » a pris beaucoup plus de temps. Au cours de la période de 12 mois terminée à la fin du mois de mars, la valeur des immeubles en Amérique du Nord s'est contractée de 2,4 %, contre une baisse de 13 % en Europe continentale. La réévaluation a été plus radicale encore au Royaume-Uni où les valeurs ont chuté de 22 % au cours de la même période. Bien que les révisions de prix aient été plus importantes dans le segment des immeubles de bureaux aux États-Unis, où la baisse a atteint 14,1 % sur la période de 12 mois jusqu'au premier trimestre de 2023, cela reste inférieur au recul de 16,5 % des prix des immeubles de bureaux en général en Europe. On pourrait facilement répliquer que le marché nord-américain est plus résilient

et que les valeurs ne sont pas aussi surévaluées qu'elles l'étaient en Europe, mais les données ne permettent pas d'étayer ce point de vue, comme nous en faisons la démonstration dans les sections qui suivent.

Les données sur les transactions témoignent du scepticisme des investisseurs à l'égard du secteur américain des immeubles de bureaux

L'investissement dans les immeubles de bureaux régresse des deux côtés de l'Atlantique, mais en termes relatifs, il est beaucoup plus faible aux États-Unis qu'en Europe (voir le graphique ci-dessous). Habituellement, les immeubles de bureaux comptent pour environ la moitié de l'activité d'investissement dans le secteur immobilier commercial aux États-Unis, mais cette proportion diminue depuis la pandémie et elle n'était plus que de 20 % au premier trimestre de 2023. En Europe et en Asie, la part de l'activité d'investissement représentée par les immeubles de bureaux est restée relativement stable, malgré la baisse de l'activité d'investissement en général qui a aussi été observée dans ces régions. C'est probablement symptomatique de la faible confiance des investisseurs américains, mais ce pourrait aussi être le signe que les investisseurs doutent de la fiabilité des évaluations actuelles des immeubles de bureaux aux États-Unis.

Investissement dans les immeubles de bureaux en proportion de l'investissement total dans le secteur immobilier commercial



Source : RCA, T1 2023

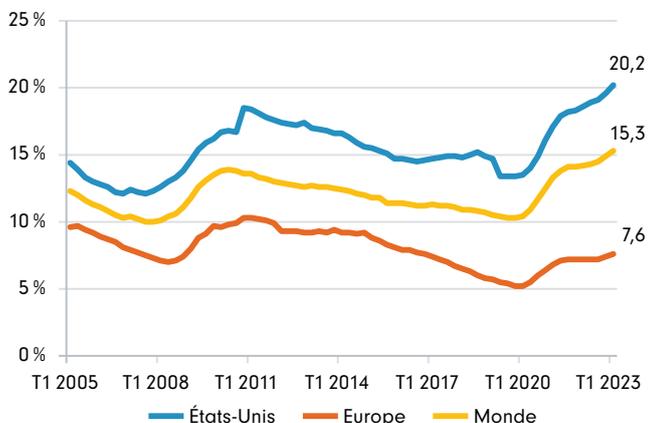
Les données fondamentales mettent en évidence les forces relatives du marché européen

Le fondement d'une hausse des loyers

Un indicateur clé de l'équilibre entre l'offre et la demande du secteur immobilier est le taux d'inoccupation. Un faible taux d'inoccupation est essentiel pour que la tension entre l'offre et la demande soit suffisante pour favoriser une croissance des valeurs locatives. L'Europe a les taux

d'inoccupation les plus faibles des grandes régions du monde pour les immeubles de bureaux, soit 7,6 %, ce qui place le marché européen dans une position enviable au moment où s'amorce une transformation à long terme de l'utilisation des immeubles de bureaux avec l'adoption plus répandue du télétravail.

Taux d'inoccupation



Source : JLL, T1 2023

À l'inverse, certains grands marchés américains, comme New York et San Francisco, ont vu leurs taux d'inoccupation grimper en flèche depuis le début de la pandémie.

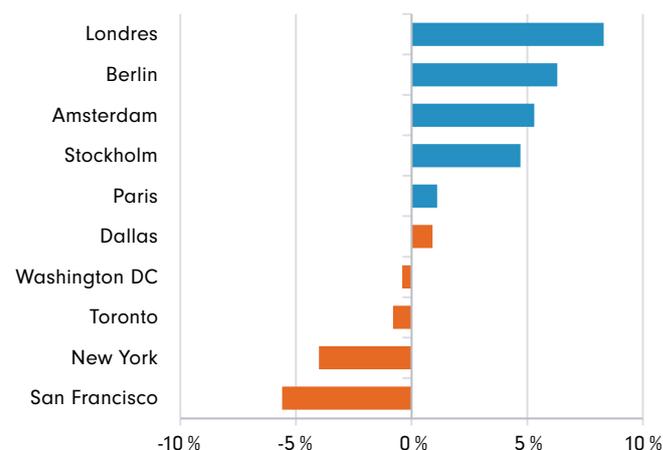
À San Francisco, le taux d'inoccupation était de 3 % avant la pandémie, alors que plus de 30 % des immeubles de bureaux sont actuellement à la recherche de nouveaux locataires. Ces tendances ont soulevé une vague d'inquiétudes quant à l'obsolescence de vastes segments du secteur des immeubles de bureaux aux États-Unis. Les tours de bureaux très répandues dans ces marchés sont en général difficiles à convertir pour un usage résidentiel par exemple, en particulier comparativement aux immeubles européens de faible hauteur, ce qui exacerbe le problème sur le continent américain.

Le problème croissant du taux d'inoccupation aux États-Unis commence à se répercuter sur les valeurs locatives alors que la croissance devient négative. La situation est complètement différente en Europe où les loyers des immeubles de premier ordre augmentent encore – en particulier les immeubles de bureaux extrêmement durables offrant de nombreuses commodités – et devraient continuer d'augmenter à moyen terme.

Le problème croissant du taux d'inoccupation aux États-Unis commence à se répercuter sur les valeurs locatives alors que la croissance devient négative. La situation est complètement différente en Europe où les loyers des immeubles de premier ordre augmentent encore – en particulier les immeubles de bureaux extrêmement durables offrant de nombreuses commodités – et devraient continuer d'augmenter à moyen terme. JLL prévoit un taux de croissance annuelle du loyer moyen de 2,2 % pour les immeubles de bureaux de premier ordre en Europe de l'Ouest au cours des cinq prochaines années.

Malgré les données fondamentales actuelles, JLL anticipe une croissance de 1,9 % pour les marchés américains des immeubles de bureaux de premier ordre d'ici 2027. Le problème avec les modèles de prévisions traditionnels tient en partie au fait qu'ils sont mal adaptés pour tenir compte des changements structurels mondiaux dans la façon dont les bureaux sont utilisés et des facteurs locaux qui influencent la demande future. Cette inefficacité devrait procurer un avantage aux investisseurs très actifs sur les marchés mondiaux.

Variation du prix de location des immeubles de bureaux de premier ordre au T1 2023



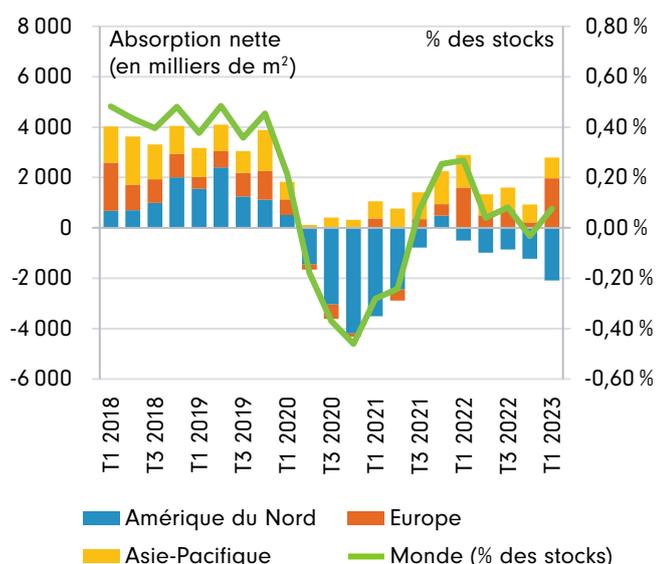
Source : JLL, T1 2023

Absorption nette des locaux

Les tendances récentes de l'absorption nette¹ montrent que malgré les conditions de croissance difficiles, la situation en Europe s'améliore chaque trimestre, le nombre de baux signés surpassant le nombre de locaux remis sur le marché et les livraisons de nouveaux immeubles. Le marché locatif américain poursuit quant à lui sa tendance baissière postpandémique, plombé par les nouveaux projets de développement et la faible demande locative.

¹ L'absorption nette correspond à la somme des locaux qui sont devenus occupés, moins la somme des locaux qui sont devenus inoccupés durant une période donnée.

Absorption nette vs % des stocks



Source : JLL, T1 2023

Ces tendances montrent que le différentiel actuel entre les taux d'inoccupation aux États-Unis et en Europe devrait persister pendant encore un bon moment, même si la demande des locataires devrait encore diminuer dans les deux régions, Fidelity anticipant une récession cyclique des économies américaine et européenne d'ici les 12 prochains mois.

Incentifs à la location

Selon Savills, les incitatifs moyens des nouveaux baux pour la location de locaux à bureaux correspondent à 10,3 % de la valeur locative en Europe. En 2019, l'incitatif moyen accordé était de 7 % de la valeur locative totale, ce qui indique que les incitatifs à la location sont toujours nettement plus élevés qu'avant la pandémie.

Il y a toutefois des exceptions notables, comme le quartier de La Défense à Paris où les incitatifs à la location sont plus de l'ordre de 35 % de la valeur locative. Ce quartier se compare aux marchés américains non seulement en raison de sa configuration avec ses nombreux gratte-ciel, mais aussi de ses importants incitatifs à la location qui caractérisent également les principaux marchés d'immeubles de bureaux aux États-Unis. Les incitatifs standards à Chicago correspondent à 30 % de la valeur locative selon Avison Young, contre 27 % à Los Angeles et 22 % à Manhattan.

Il s'agit d'un indicateur utile de l'important pouvoir de négociation des locataires aux États-Unis, qui met en lumière la situation désavantageuse dans laquelle se retrouvent de nombreux propriétaires qui tentent d'augmenter le revenu d'exploitation net de leurs actifs pour aider à compenser l'augmentation rapide des coûts de financement. En Europe, comme les incitatifs sont beaucoup plus raisonnables et que le taux d'inoccupation est toujours inférieur à 10 %, les perspectives

d'amélioration des niveaux de revenu d'exploitation net devraient être meilleures.

L'Europe est un chef de file mondial des formules de travail flexibles

La perception des Américains selon laquelle les Européens sont rarement au bureau est en partie vraie!

En raison des indemnités de vacances plus généreuses et des horaires réduits, la vision américaine voulant que les Européens passent peu de temps au bureau se vérifie au moins sur un point, à savoir que le nombre de bureaux disponibles par travailleur est habituellement beaucoup plus bas en Europe qu'aux États-Unis ou en Asie du fait que les entreprises ont adopté le modèle des bureaux partagés bien avant qu'il se répande ailleurs.

La plus grande prédominance du modèle de bureaux partagés combinée à un retour au bureau plus complet après la pandémie se traduit par une utilisation beaucoup plus efficace des bureaux en Europe qu'aux États-Unis.

Les données compilées par Colliers montrent qu'il y a aussi peu que 60 bureaux disponibles pour 100 travailleurs en moyenne dans des villes comme Bruxelles, contre 70 à Paris et 80 à Amsterdam, Londres et Madrid. Aux États-Unis où les bureaux fixes sont toujours largement répandus, le ratio bureau/employé est beaucoup plus proche du 1 pour 1.

Il faut toutefois apporter d'autres nuances, puisque même si les bureaux en Europe sont plus souvent destinés à une utilisation flexible permettant aux employés de travailler à la maison et au bureau (ce qui était le cas même avant la pandémie), le retour au bureau après la pandémie a été beaucoup plus rapide en Europe (et en Asie) qu'aux États-Unis. Les données de JLL montrent que le taux d'occupation des bureaux aux États-Unis oscille entre 40 % et 60 %, comparativement à 70 % à 90 % en Europe et 80 % à 100 % en Asie. Cela pourrait s'expliquer par le fait que les maisons sont plus spacieuses aux États-Unis et mieux adaptées pour le télétravail que les petits appartements européens et asiatiques, et aussi par le fait que les trajets en voiture pour se rendre au travail sont plus longs aux États-Unis.

La plus grande prédominance du modèle de bureaux partagés combinée à un retour au bureau plus complet après la pandémie se traduit par une utilisation beaucoup plus efficace des bureaux en Europe qu'aux États-Unis.

Compte tenu des préoccupations structurelles à l'égard de la demande de locaux à bureaux à long terme, les investisseurs sur le marché européen devraient être rassurés par le fait que la capacité des locataires européens de rationaliser leurs locaux est beaucoup plus limitée que celle des locataires américains, selon les tendances actuelles.

Résumé et perspectives

L'Europe, comme les États-Unis, est un réseau très hétérogène de marchés localisés aussi distincts que les langues et les cultures qui les composent. Par conséquent, il est important de compléter l'analyse de type descendant ci-dessus par une approche ascendante rigoureuse pour bien cibler les meilleurs emplacements.

Cela dit, on note des nuances frappantes dans le positionnement fondamental des marchés américain et européen.

Ces nuances se traduisent par des niveaux de vulnérabilité différents entre les deux régions, alors que l'économie mondiale fait face à de nombreux enjeux économiques et géopolitiques.

La réévaluation appréciable déjà observée en Europe, combinée au faible taux d'inoccupation, à l'absorption nette positive et à l'utilisation plus efficace des bureaux, devrait nous convaincre que le marché immobilier européen est en assez bonne position pour surpasser le marché américain à moyen terme.

L'instabilité financière, l'offre excédentaire et les évaluations généreuses assombrissent les perspectives aux États-Unis, au moment où le marché immobilier fait face à de grandes difficultés. Bien que l'Europe ne soit pas à l'abri de ces problèmes et qu'elle subira probablement d'autres corrections, la période la plus sombre du cycle actuel pourrait être derrière elle.



Renseignements importants

Ce document est produit par Fidelity Investments Canada s.r.i. (« FIC »). Sauf indication contraire, toutes les opinions exprimées sont celles de Fidelity International, qui agit à titre de sous-conseiller pour certains mandats et produits de placements institutionnels de FIC.

Réservé à l'usage institutionnel.

Ce document s'adresse exclusivement aux spécialistes en placements et ne saurait servir de référence aux investisseurs privés.

Ce document est fourni à titre indicatif seulement et il s'adresse exclusivement à la personne ou à l'entité à qui il est transmis. Ce document ne doit pas être reproduit ni distribué à d'autres personnes sans l'autorisation préalable de Fidelity.

Le contenu de ce document ne constitue pas une distribution, ni une offre ou une sollicitation de recourir aux services de gestion de placement de Fidelity; il ne constitue pas non plus une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente de titres dans tout territoire ou pays où une telle distribution ou une telle offre ne sont pas autorisées ou contreviendraient aux lois et règlements régionaux. Fidelity ne prétend pas que ce contenu soit pertinent dans toutes les régions ni que les opérations ou les services qui y sont mentionnés soient disponibles ou appropriés pour la vente ou l'utilisation dans tout pays ou toute juridiction, ou par tout investisseur ou toute contrepartie.

Ce document ne s'adresse pas aux personnes se trouvant aux États-Unis et ces dernières ne doivent prendre aucune décision en fonction de l'information qu'il contient; ce contenu est uniquement destiné aux personnes qui résident dans les territoires où la distribution des fonds correspondants est autorisée, ou dans lesquels cette autorisation n'est pas nécessaire. Fidelity n'est pas habilitée à gérer ou à distribuer des fonds ou des produits de placement aux personnes qui résident en Chine continentale, ni à leur fournir des services de gestion ou de conseils en placement. Toute personne ou entité qui consulte ces informations le fait de sa propre initiative, s'engage à respecter la législation locale en vigueur et devrait s'adresser à des conseillers professionnels.

Toute référence dans le présent document à des titres en particulier ne doit pas être interprétée comme une recommandation d'achat ou de vente de ces titres; elle est incluse à titre d'information seulement. Les investisseurs doivent également noter que les opinions exprimées ne sont peut-être plus d'actualité et que Fidelity peut avoir déjà y avoir donné suite. Les recherches et les analyses contenues dans le présent document ont été obtenues par Fidelity pour ses propres besoins à titre de gestionnaire de placement et peuvent avoir déjà avoir été utilisées à ces fins. Ce document a été créé par Fidelity International.

Le présent article de Fidelity Investments Canada s.r.i. (Fidelity) est fourni uniquement à titre d'information. Il renferme, entre autres, des exemples d'activité de placement durable pour Fidelity et FIL Limited (Fidelity International) seulement, en date du 31 mars 2023. L'article peut faire référence aux principes ESG que Fidelity et Fidelity International peuvent prendre en considération dans le cadre de leur processus de recherche et de placement, et il ne reflète pas nécessairement l'approche spécifique ou générale des autres sociétés ou sous-conseillers de Fidelity Investments, comme Fidelity Management & Research Company LLC, FIAM LLC, Geode Capital Management, LLC et State Street Global Advisors Ltd., en matière de recherche ESG, de gouvernance et d'investissement durable.

Le rendement antérieur n'est pas une indication fiable des résultats futurs.

Ce document peut contenir de l'information provenant de sociétés qui ne sont pas affiliées à Fidelity (« contenu de tierces parties »). Fidelity n'a pas participé à la préparation, au choix ou à la rédaction de ce contenu de tierces parties et elle n'approuve ni ne recommande cette information, que ce soit de façon explicite ou implicite.

Fidelity International se rapporte au groupe de sociétés qui constitue l'organisation mondiale de gestion des placements et fournit des produits et des services dans des territoires à l'extérieur de l'Amérique du Nord. Fidelity, Fidelity International, le logo de Fidelity International et le symbole en forme de F sont des marques déposées de FIL Limited. Fidelity ne fait que transmettre des renseignements sur les produits et services, et ne fournit aucun conseil en placement fondé sur la situation personnelle de l'investisseur.

© 2024 Fidelity Investments Canada s.r.i. Tous droits réservés.

RE2023126 1414150-v2024415

INM 1848885 04/24

