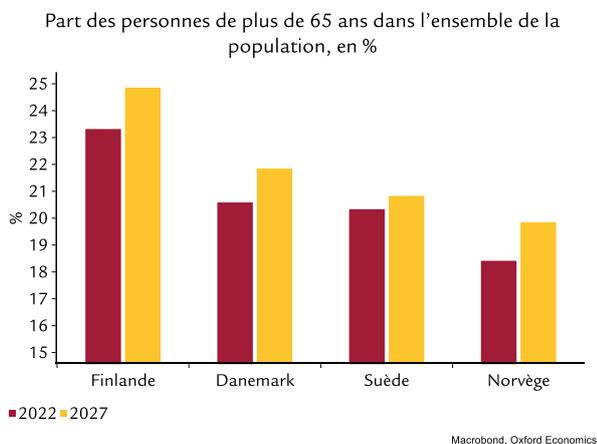


Premier semestre 2023

## A retenir

- **Solidité économique** : début 2023, la conjoncture est hétérogène dans les pays nordiques : tandis que la Suède, exportatrice, est en récession technique, le voisin norvégien connaît la croissance, alors que la Finlande et le Danemark marquent le pas et stagnent. A moyen terme, les prévisions témoignent toutefois de solides fondamentaux (hausse de l'emploi de bureau, des ventes au détail et des ménages locataires). La région affiche donc...
- **... un marché locatif relativement résistant** aux multiples facteurs sous-jacents : faible disponibilité dans certains secteurs et marchés (bureaux à Oslo, logistique à Helsinki et Copenhague), loyers commerciaux indexés sur l'IPC générant des attentes de cash-flow positif et fondamentaux économiques sains.
- **A moyen terme, un statut de valeur refuge retrouvé** : nous prévoyons au S2 2023 au plus tôt le point de bascule de l'équilibre des ajustements et attentes de prix sur le marché nordique, entraînant une hausse de l'activité d'investissement sur cette période et, *in fine*, un retour au statut antérieur de valeur refuge.
- **Opportunités émergentes à court terme** : au S1 2023, l'environnement de marché devrait livrer des opportunités, des sociétés immobilières pouvant être exposées à des difficultés de financement, du fait de la hausse de son coût, et des taux. Elles pourraient donc mettre des biens intéressants sur le marché.

## En un graphique



Dans les pays nordiques, la santé compte dans l'immobilier public. En Norvège, l'exécutif garde ce secteur public, il reste donc difficile d'accès aux investisseurs privés. A l'inverse, en Finlande, la réforme actuelle du secteur de la santé et des services sociaux pousse les communes à vendre leurs biens, créant un marché à investir. Le pays des mille lacs est aussi celui où la part, actuelle et future, des plus de 65 ans, est la plus importante de la région. De plus, la réévaluation en 2022 des maisons de retraite finlandaises (4,85%, +70 pb) rend l'investissement attractif, comme en Suède (4,25%, +100 pb), qui compte le plus de seniors (2,1 millions).

Approvisionnement énergétique et risques d'inflation touchent les pays nordiques à des degrés divers. Si la Norvège a un rôle majeur de fournisseur d'énergie, la Suède voit sa demande en biens exportés reculer. Le PMI industriel suédois est ainsi sous le seuil de croissance depuis août 2022. Le PIB norvégien devrait signer environ +1,2% en 2023, et le suédois, se contracter d'environ 0,5%. La stagnation est le scénario le plus probable pour la Finlande et le Danemark. La réouverture de l'économie chinoise produira des effets positifs en 2023. La fin des relèvements de taux et donc du cycle de resserrement des banques centrales pourrait également avoir lieu au S1 2023. Emprunteurs et investisseurs gagneront ainsi en visibilité.

## Bureaux (« prime ») : solides et prisés

Les fondamentaux du marché nordique des bureaux restent solides. En 2023, les ajouts (+0,7% en moyenne) au parc ne devraient pas tenir le rythme de l'emploi de bureau (+1,6% en moyenne), faisant reculer le taux de vacance (2022 : 8,7%, -70 pb en glissement annuel). A Oslo, la faiblesse des ajouts nets au parc en 2023 va encore réduire l'espace disponible (2022 : 6,0%, -70 pb en glissement annuel). Ce déséquilibre du ratio emploi de bureau/parc va dominer le moyen terme. Les locataires cherchent toujours des bureaux modernes et haut de gamme, les loyers « prime » devraient donc augmenter, et pas uniquement car l'indexation des loyers de bureaux sur l'IPC est la pratique courante dans la région. Oslo en est un bon exemple : la rareté des bureaux (« prime ») a tiré les loyers vers le haut (2022 : +13,3% en glissement annuel), au-delà de l'inflation (IPC norvégien 2022 : +6,2%).

## Résilience relative du commerce

A partir de 2024, les fondamentaux du secteur dans la région vont, littéralement, devenir positifs : les ventes au détail réelles (2024 : 3,6% ; 2024 – 2026 : 7,9%) et valeur ajoutée brute réelle (2024 : 4,1% ; 2024 – 2026 : 10,5%) signeront une croissance. En 2023, forte inflation et ajustements (temporaires) de la consommation privée vont soutenir la performance des parcs commerciaux, dont la gamme de produits (épicerie et discount) résiste mieux aux difficultés économiques, voire en profite. Les rendements sur le marché nordique de l'investissement ont été également relativement résistants

face aux marchés européens. Par exemple, au cours de la pandémie (2019 – 2021), ceux du commerce du pied d'immeuble ont signé seulement +10 pb (contre 50 pb en Europe). En 2022, année de hausse des taux d'intérêt, les hausses ont été respectivement de 20 pb (à 3,5%) et de 40 pb (à 3,9%). Considérant les fondamentaux du secteur, cette résilience relative devrait persister.

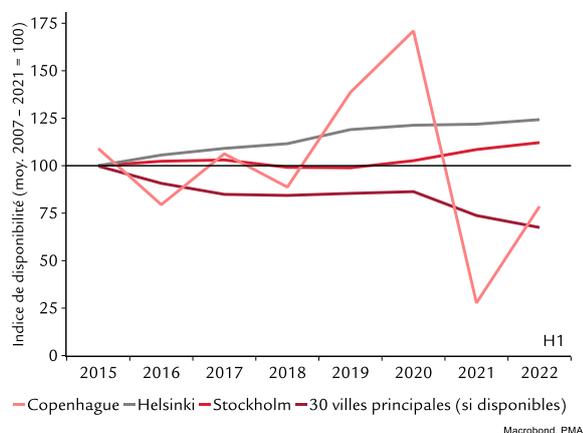
## Des opportunités en logistique

La réévaluation du secteur dans la région observée en 2022 (+75 pb, à 4,6%) ouvre déjà certaines opportunités de placement en 2023. Les investisseurs en sont conscients, comme l'indique l'enquête PMA du T3 2022, où les pays nordiques sont privilégiés par rapport aux autres marchés logistiques européens. Les intentions d'investissement sont portées par de solides fondamentaux locatifs, la demande surpassant toujours l'offre, ce qui se traduit dans la baisse des indices de disponibilité. L'indice moyen affiche 61 au S1 2022 (dernière valeur disponible), contre 94 sur une moyenne sur cinq ans. Hausse de valeur des terrains, loyers indexés sur l'IPC et prévisions de valeur ajoutée brute (réelle) positive, à court (2023 : +3,7%) et moyen terme (2024 – 2025 : +13,4%) portent la croissance des loyers (2022 : +7,0%, en glissement annuel).

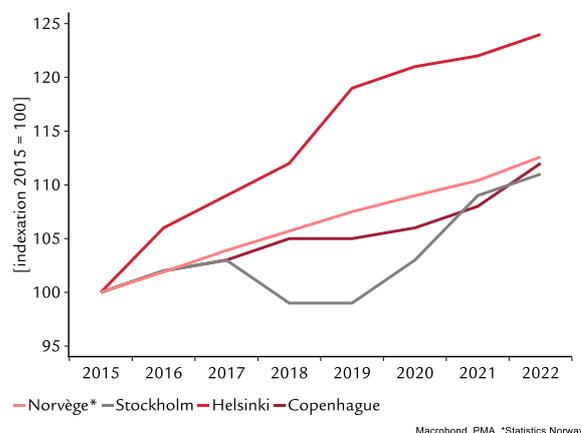
## Résidentiel : la location progresse

La hausse des coûts de financement porte la tendance locative continue de la part des ménages nordiques. Ces cinq dernières années, la part de locataires a nettement progressé (+6,0%), surtout comparée à celle de l'UE (2021 : 30,1%, +0,7% par rapport à 2016). Au Danemark, 40,8% des ménages étaient locataires en 2021 (+6,5% par rapport à 2016). En Norvège, si le taux global est faible (2020 : 19,2%, dernier chiffre disponible), il a augmenté de 11,6% depuis 2015. Sans surprise, les investissements multifamiliaux dans les pays nordiques affichent des scores élevés dans la dernière enquête de PMA sur le moral des investisseurs. Cette préférence s'explique aussi, surtout en Finlande et au Danemark, par l'indexation des loyers d'habitation sur l'IPC, offrant une protection contre l'inflation. En raison des attentes concernant cette dernière, l'indexation a été suspendue au Danemark en 2023, et la hausse des loyers, plafonnée à 4% par le gouvernement. A partir de 2024, l'indexation devrait être rétablie et livrer des cash-flows réels positifs.

**Graphique 1 : indice de disponibilité des actifs logistiques « prime »**



**Graphique 2 : hausse moyenne des loyers résidentiels**



## Auteurs

### Swiss Life Asset Managers, Germany

**Andri Eglitis**

**Head of Research**

andri.eglitis@swisslife-am.com

**Gudrun Rolle**

**Research Analyst Real Estate**

gudrun.rolle@swisslife-am.com

### Swiss Life Asset Managers

**Francesca Boucard**

**Head of Real Estate Research & Strategy**

francesca.boucard@swisslife-am.com

**Marc Brüttsch**

**Chief Economist**

marc.bruetsch@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](mailto:info@swisslife-am.com).

Pour plus d'informations, rendez-vous sur notre site [www.swisslife-am.com/research](http://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 Mayfair Capital Investment Management 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 VIIs gr 1, NO-0161 Oslo.