

Point de conjoncture économique et immobilier

Richard MALLE

Global Head of Research
BNP PARIBAS REAL ESTATE

Pierre SCHOEFFLER

Senior Advisor
IEIF

Réunion adhérents
5 septembre 2019

Point de conjoncture économique et immobilier

Pierre SCHOEFFLER
Senior Advisor
IEIF

Réunion adhérents
5 septembre 2019

- ❑ Vivons-nous le début d'une période de ralentissement global de l'économie mondiale ou une simple respiration conjoncturelle ?
- ❑ Qui sont les vrais perdants de la guerre commerciale entre les USA et la Chine ?
- ❑ Où sont les marges de manœuvre d'action publique pour dynamiser la croissance ?
- ❑ Quels signaux envoient les marchés ?
- ❑ Comment se positionne l'investissement immobilier dans ce décor mouvant ?

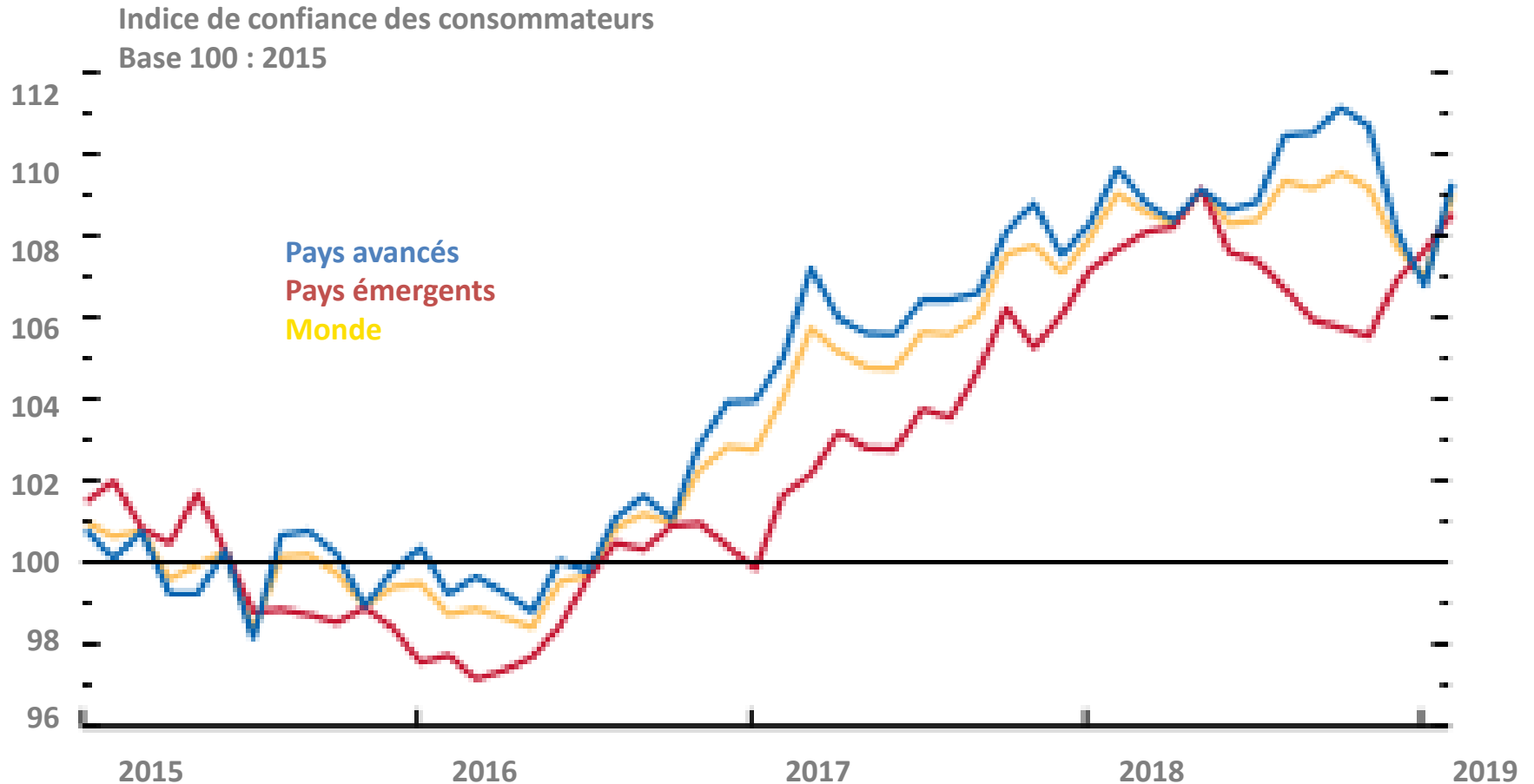
Economie

Conjoncture mondiale: ralentissement

- ❑ **L'économie mondiale ralentit maintenant nettement dans les pays développés et émergents, elle devrait progresser de 3,2% en 2019 contre 3,5% en 2018 et 4,0% en 2017**
 - ✓ L'activité manufacturière mondiale est en forte décélération mais la consommation des ménages résiste
 - ✓ Le ralentissement n'est le fait ni d'une hausse du prix du pétrole, ni d'une hausse des taux d'intérêt comme les ralentissements précédents

- ❑ **Depuis le début de la guerre commerciale USA-Chine en mai 2018, et particulièrement à partir de fin 2018, les anticipations de croissance sont revues régulièrement à la baisse non pas tant aux USA et en Chine que dans les pays aux économies très dépendantes du commerce : Allemagne, Mexique, Brésil, Turquie et aussi dans les plateformes de commerce mondial, Hong Kong et Singapour, qui frôlent la récession**
 - ✓ Avec une croissance de 1,6% en 2019, le repli du commerce mondial est très prononcé, la croissance était de 5,5% en 2017 avant le début de la guerre commerciale
 - ✓ Le prix du pétrole se replie et les anticipations d'inflation s'effondrent malgré les hausses escomptées dans le sillage de l'introduction des droits de douane
 - ✓ Les USA et la Chine sont devenus des rivaux géostratégiques alors que leurs intérêts commerciaux, industriels et financiers sont très étroitement imbriqués rendant particulièrement complexe l'analyse de cette vague de déglobalisation

Conjoncture mondiale : la demande des ménages est un support



Source : FMI

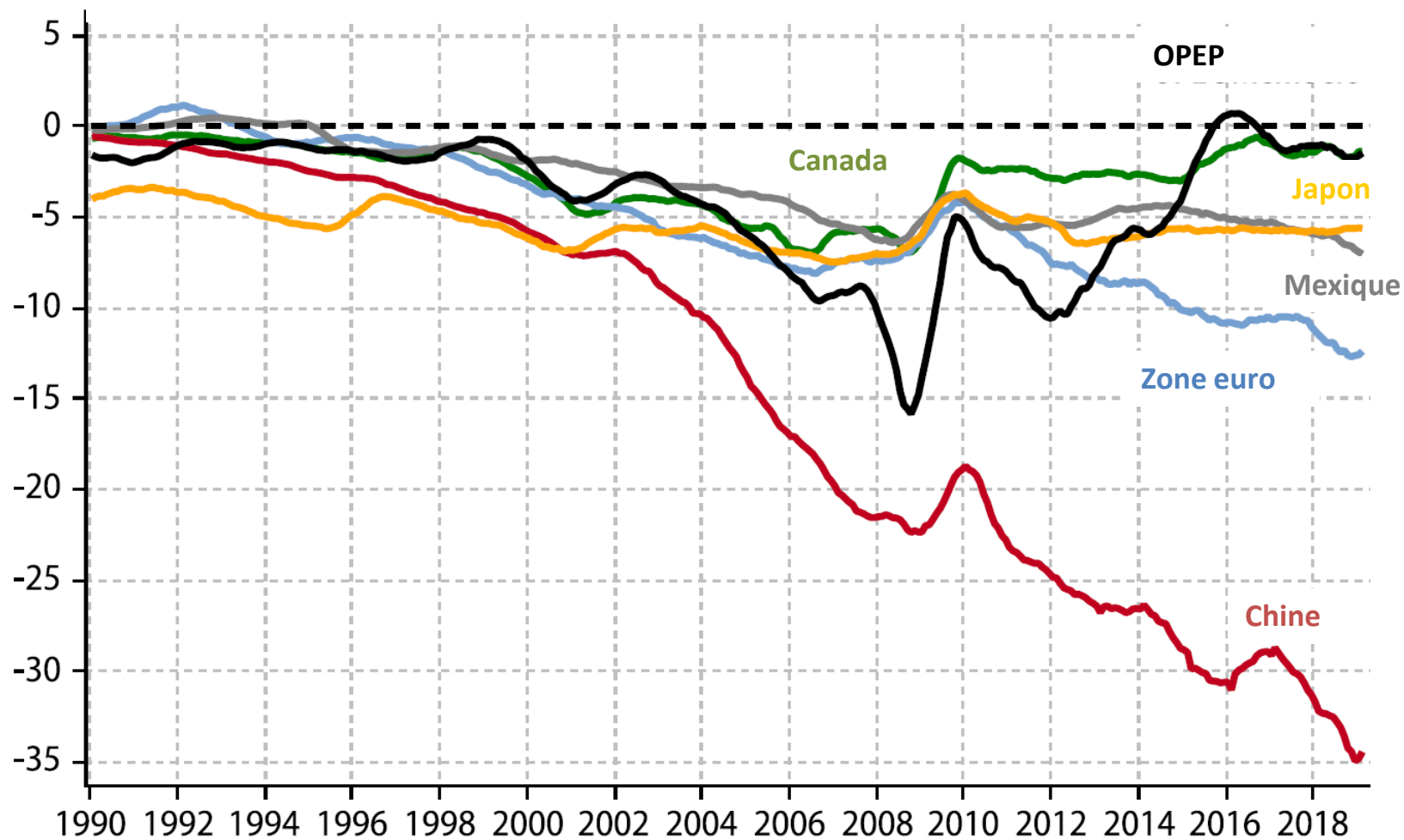
Entre les forces inflationnistes et déflationnistes, l'équilibre ?

Le ralentissement de l'économie mondiale induit une baisse des anticipations inflationnistes alors que la déglobalisation a des effets inflationnistes



Les Etats-Unis à l'offensive sur les biens chinois

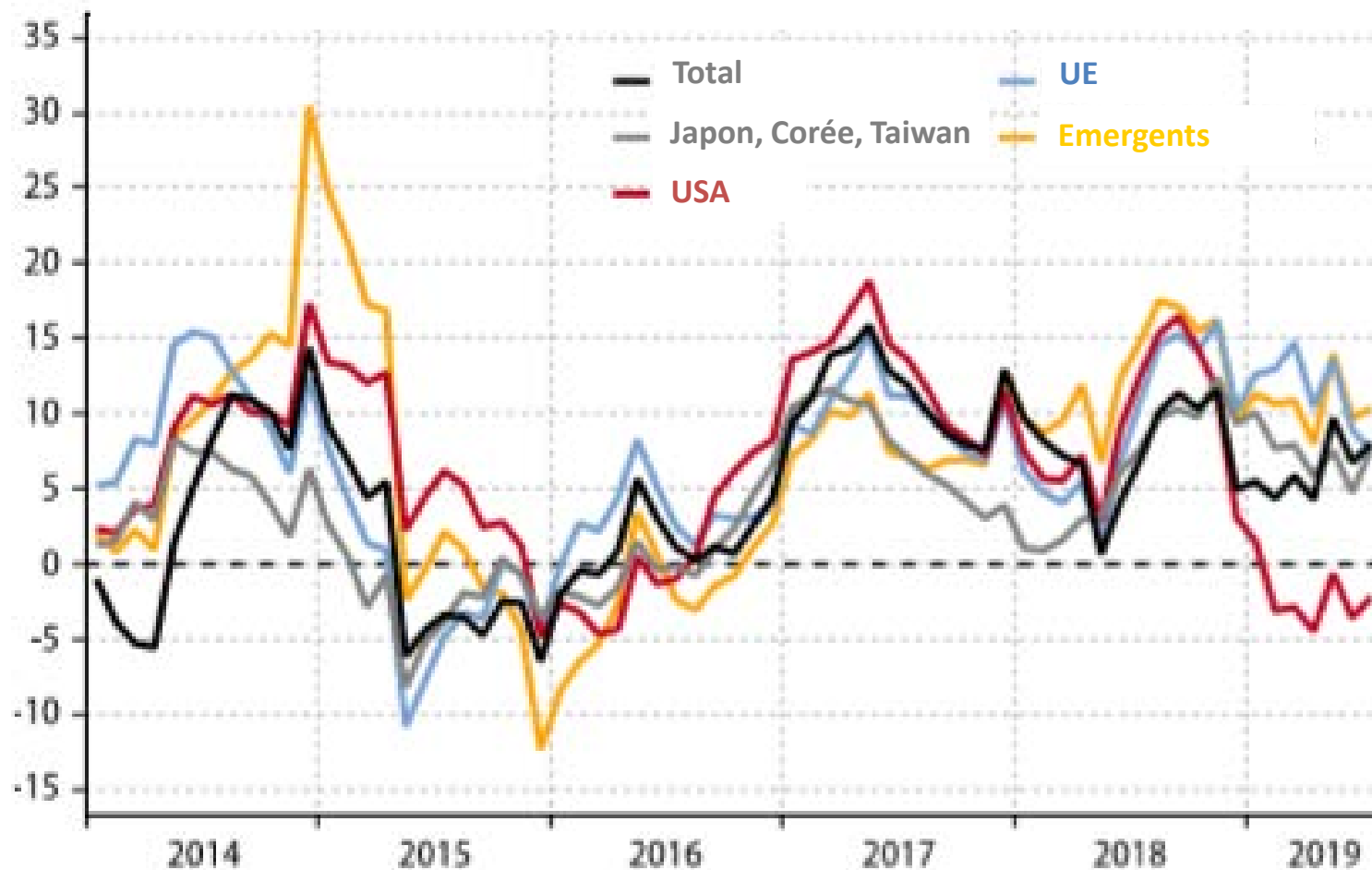
Balance commerciale US avec ses principaux partenaires
Milliards de dollars sur 12 mois glissants



Source : US BEA

Les Etats-Unis à l'offensive sur les biens chinois

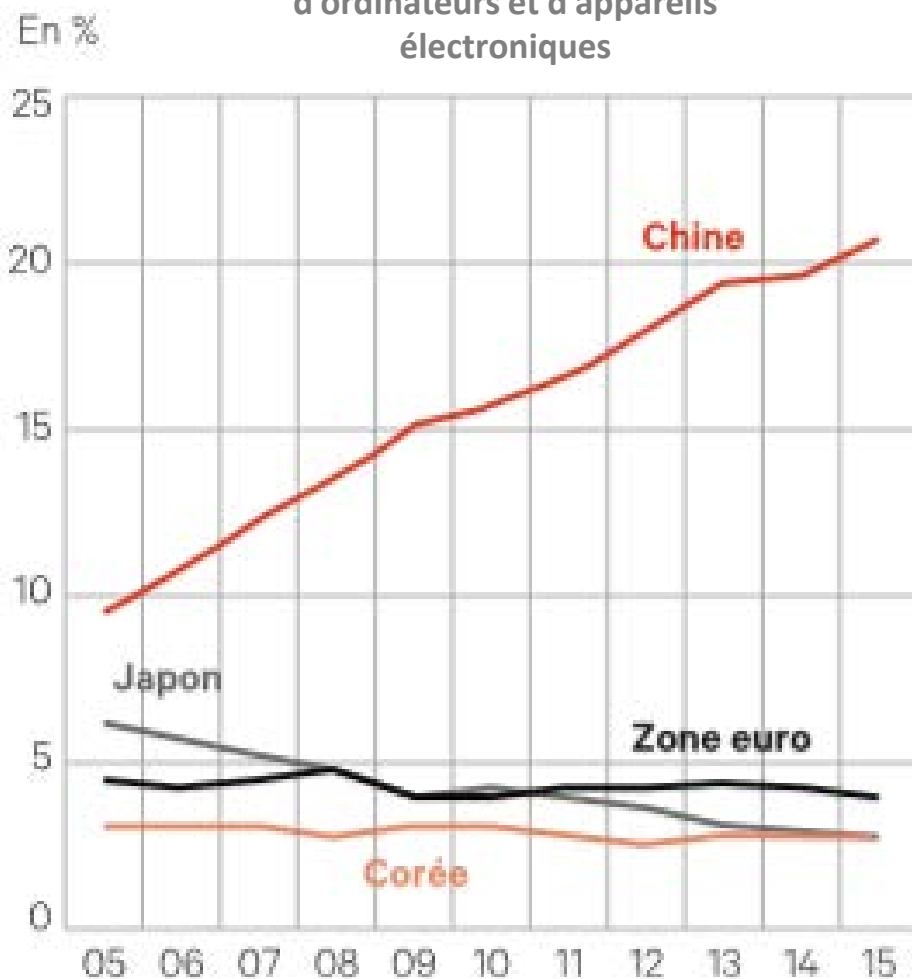
Exportations chinoises par région en renminbi
Variations annuelles



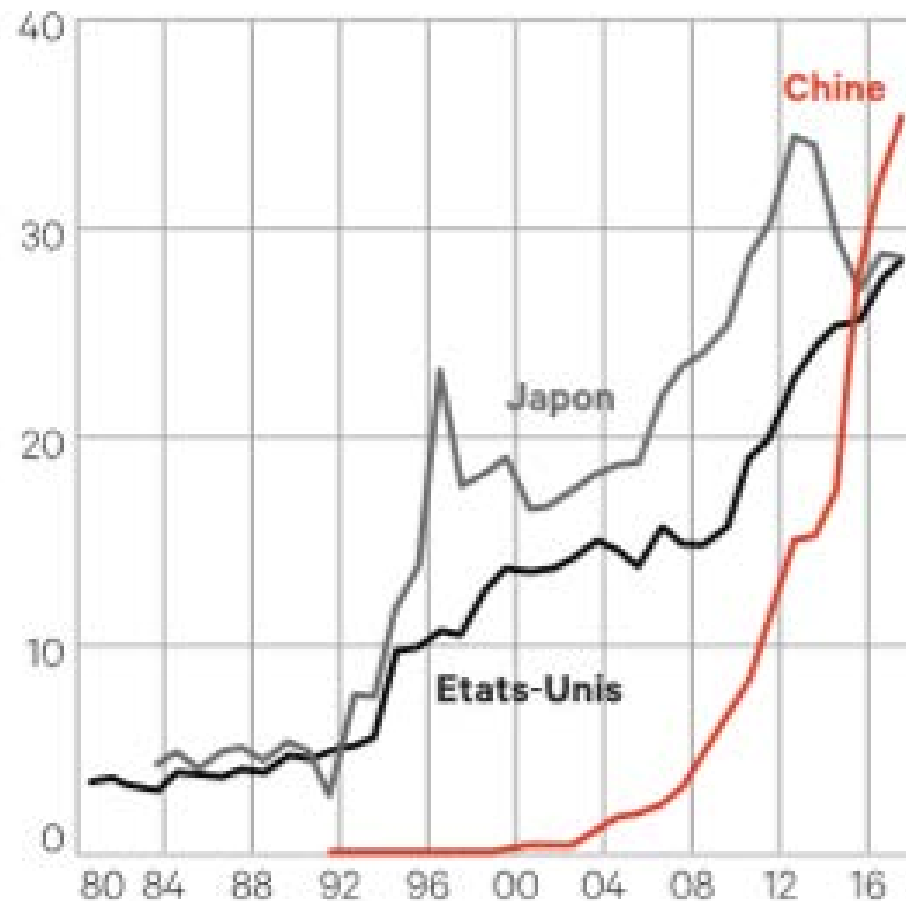
Source : Macrobond

Menace sur les chaînes de production et d'approvisionnement mondiales

Part de la valeur ajoutée étrangère dans la demande intérieure américaine d'ordinateurs et d'appareils électroniques



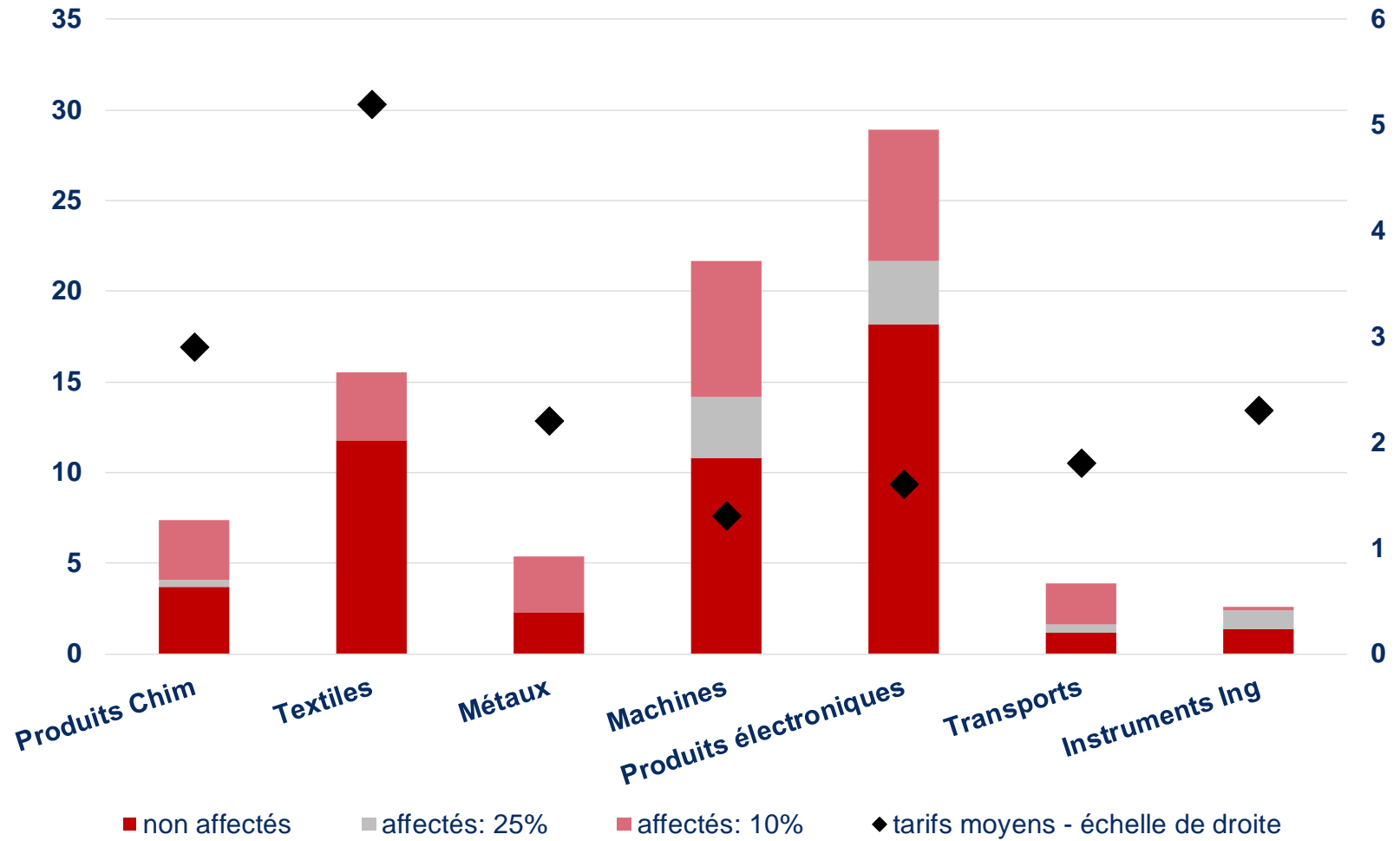
Nombre de brevets déposés en milliers



Source : Macrobond

Les Etats-Unis à l'offensive sur les biens chinois

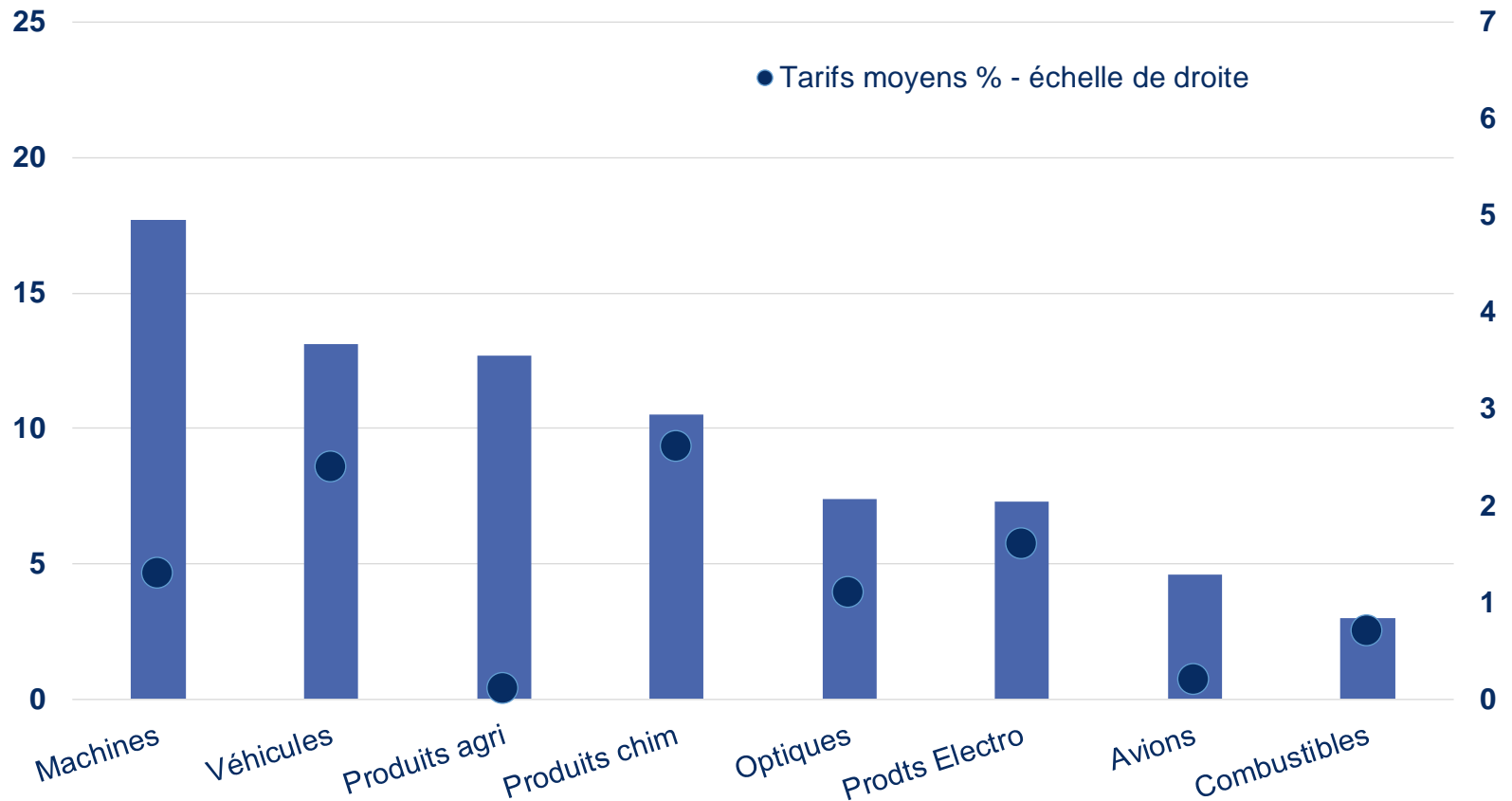
Etats-Unis : % des importations provenant de Chine



Source : US BEA

Europe : les secteurs les plus pénalisés par la guerre commerciale

Etats-Unis : % des importations provenant de l'Union Européenne



Source : US BEA

- ❑ **L'économie US devrait croître de 2,3% en 2019 après 2,9% en 2018, la croissance devrait passer en dessous de 2% en 2020**
 - ✓ La relance budgétaire de 2018 s'estompe progressivement, elle est remplacée par la hausse des droits de douane qui correspond de fait à des hausses d'impôts
 - ✓ L'effet de la hausse des taux directeurs de la Fed en 2017 et 2018 se fait sentir avec le délai de 18 mois habituel
 - ✓ Les forces cycliques perdent de leur vigueur avec un taux d'utilisation des capacités en baisse sur les six derniers mois et un marché du travail en ralentissement

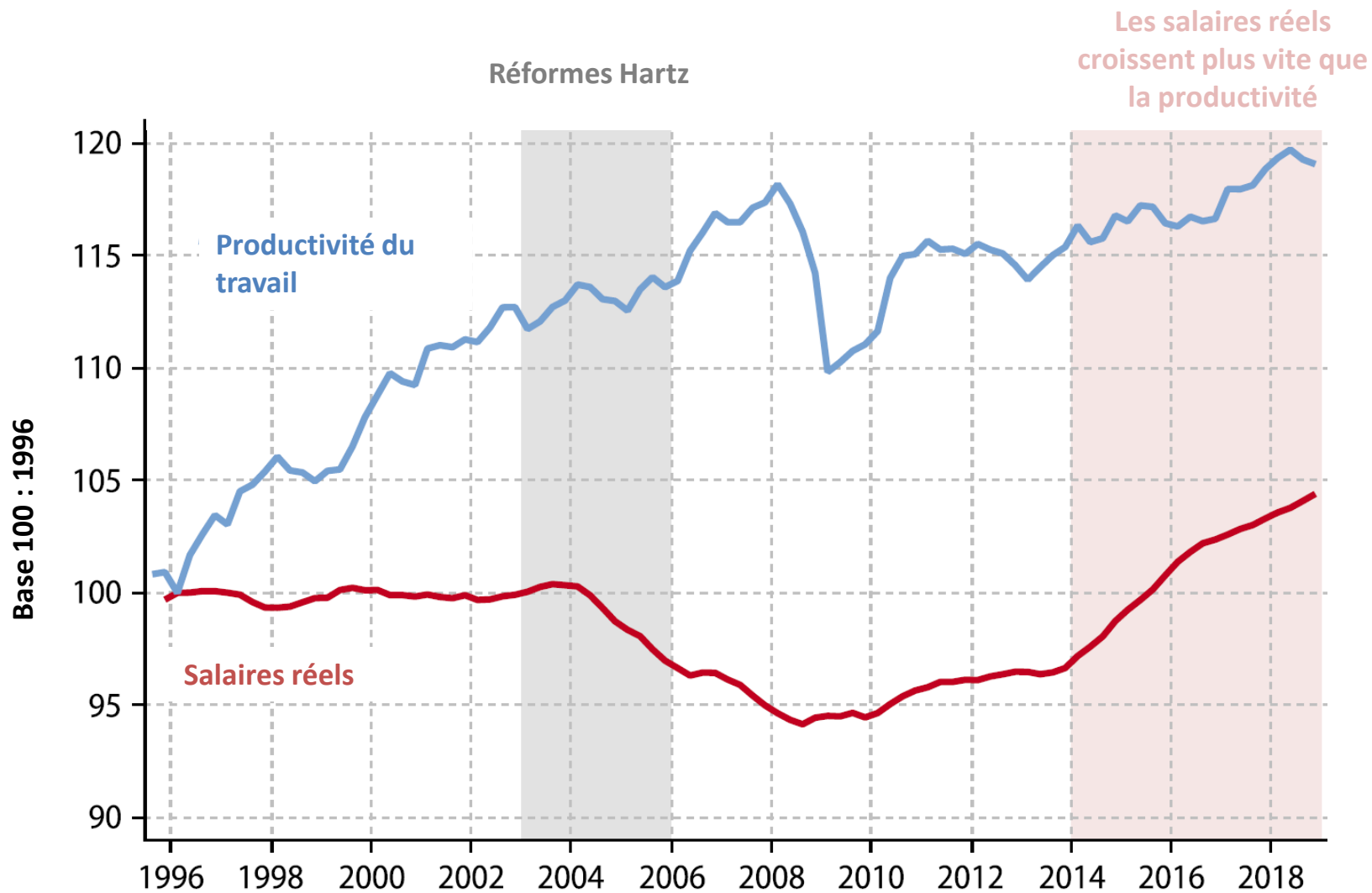
- ❑ **L'inflation reste sous la barre des 2%, elle devrait l'atteindre en 2019 et pourrait accélérer à 2,7% en 2020**
 - ✓ La tension sur le marché de l'emploi se traduit par une hausse des salaires
 - ✓ Les hausses de droits de douanes commencent à se manifester dans le prix des produits importés

- ❑ **La croissance en zone euro devrait fléchir à 1,1% en 2019 et l'inflation rester faible à 1,2%**
 - ✓ L'Allemagne et l'Italie subissent des baisses importantes de régime pour des raisons très différentes

- ❑ **En absence de politique budgétaire intégrée, l'équilibre macro-économique de la zone euro est une condition nécessaire à sa survie**
 - ✓ L'excédent d'épargne par rapport à l'investissement en Allemagne et aux Pays-Bas, qui se traduit par des excédents extérieurs élevés, introduit un biais déflationniste structurel qui fragilise la cohésion de la zone
 - ✓ En absence de possibilité de réévaluation monétaire, le retour à l'équilibre supposerait que l'orthodoxie budgétaire soit relâchée mais la doctrine ordolibérale* dans ces pays a de profondes racines culturelles

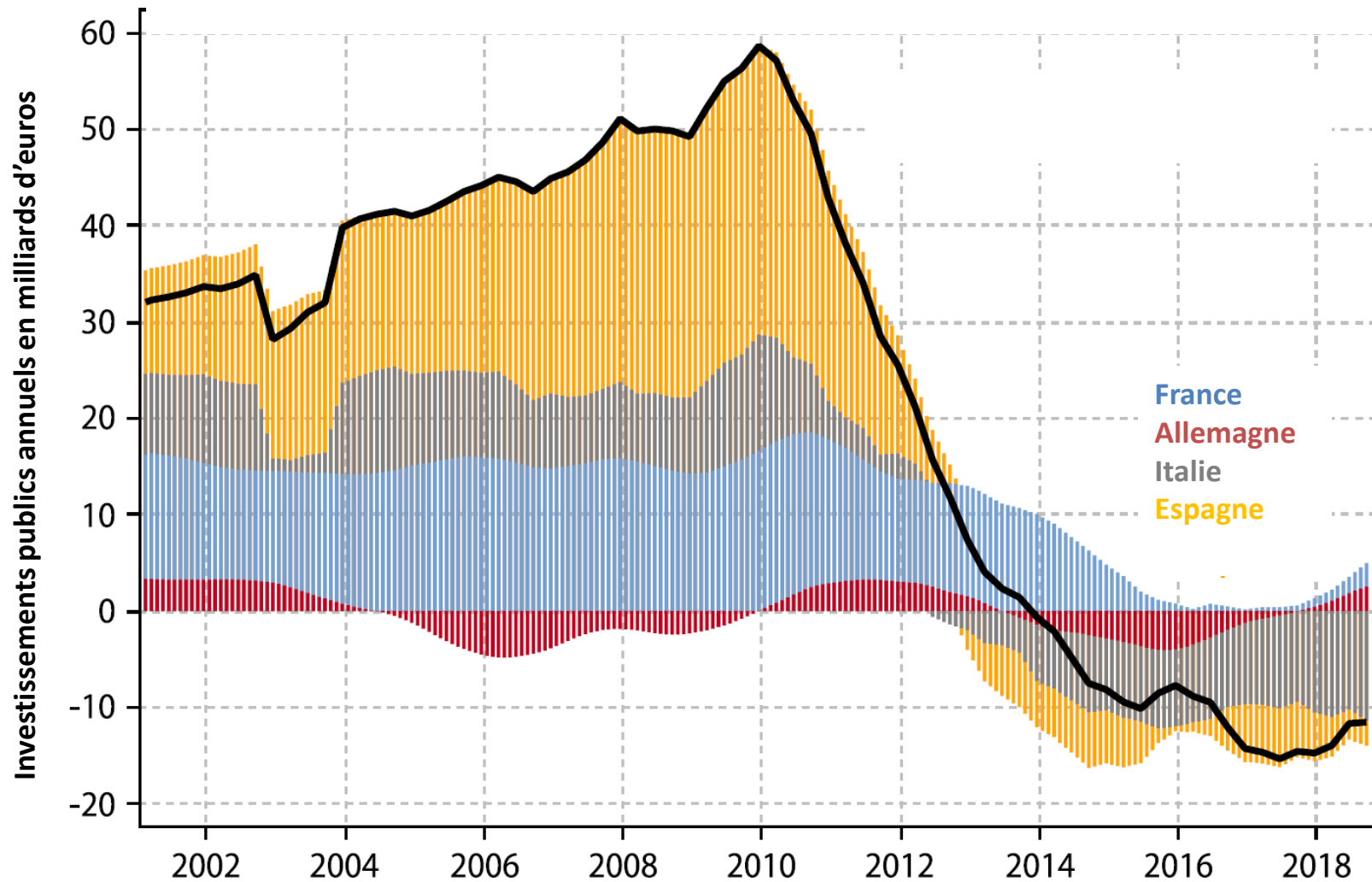
* Doctrine économique inspirée de la morale kantienne, l'État n'a qu'un rôle d'ordonnateur, il a pour responsabilité de créer un cadre institutionnel à l'économie, et de maintenir un niveau de concurrence libre via des mesures en accord avec les lois du marché ceci afin d'éviter de créer des monopoles qui détourneraient les avantages économiques offerts par le marché, et peut-être à terme de saper la démocratie, le pouvoir économique étant capable de se transformer en pouvoir politique

Le déclin de la compétitivité allemande : productivité et salaires



Source : Gavekal Data

Le déclin de la compétitivité allemande : faiblesse des investissements publics



Source : Gavekal Data

- ❑ **L'économie française résiste plutôt bien au ralentissement européen avec un taux de croissance attendu de 1,3% en 2019 contre 1,7% en 2018, supérieur à celui de la zone euro**
 - ✓ Les gains de pouvoir d'achat et la baisse lente du chômage s'accompagnent d'un redressement de la confiance des ménages qui préfèrent néanmoins encore épargner plutôt que consommer
 - ✓ La transformation du CICE en baisse de charges améliore la trésorerie des entreprises de 20 milliards d'euros en 2019
 - ✓ De par la forte régulation de son système économique et son système puissant de répartition, la croissance est moins sensible aux fluctuations conjoncturelles que l'Allemagne ou l'Italie mais sa croissance est insuffisante pour permettre une amélioration significative du niveau de vie

- ❑ **L'inflation ralentit à 1,3% en 2019 après un pic à 2,1% en 2018**
 - ✓ La modération du prix de l'énergie et le gel des taxes associées sont les principales explications

L'industrie française fait de la résistance

Emploi dans l'industrie
Variations annuelles en nombre



Source : INSEE

Taux d'intérêt

- ❑ **La politique monétaire de la Fed tente d'intégrer le *New Normal*, c'est-à-dire l'impact de la guerre commerciale sur l'activité et l'inflation**
 - ✓ Baisse de 25 points de base du taux des Fed Funds en juillet, sans perspective de prolongement
 - ✓ Arrêt anticipé du programme d'amincissement du bilan

- ❑ **Réflexions sur la *Modern Monetary Theory*, approche monétaire du protectionnisme**
 - ✓ L'idée est de considérer que l'État ne peut faire défaut sur sa dette émise dans sa propre monnaie. Consolider l'État, qui a le privilège de battre sa monnaie, et la banque centrale, prêteur en dernier ressort, en une seule entité est donc logique.
 - ✓ La controverse du financement de l'État par la banque centrale directement ou par refinancement des banques remonte aux origines du capitalisme: Turgot et la Caisse Centrale de Réescompte contre Guillaume d'Orange et la Banque d'Angleterre
 - ✓ A son origine en 1790, les USA ont opté pour le refinancement par les banques, considérant cette option comme plus en ligne avec le libre-échange et une économie libérale. L'alternative était promu par les états du Nord qui voulaient protéger leur industrie par des droits de douane et un financement direct de l'État par la banque centrale

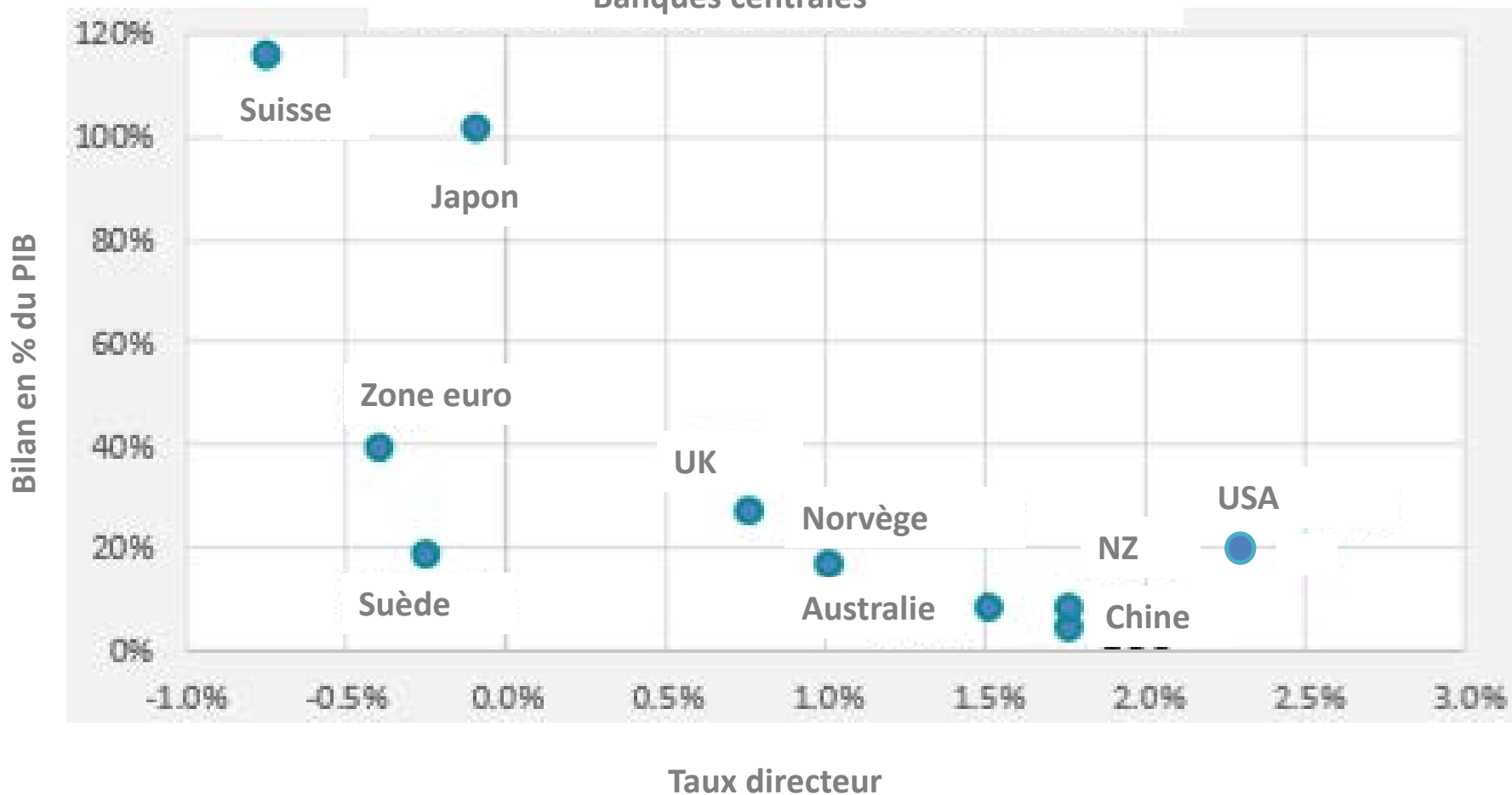
Marges de manœuvre réduites pour la BCE

- ❑ **La BCE poursuit sur la voie d'une politique monétaire ultra-accommodante, la future Présidente, Christine Lagarde, maintient cette position**
 - ✓ Toute hausse des taux directeurs est repoussée de 6 mois à au moins mi 2020
 - ✓ TLTRO (*Targeted longer-term refinancing operations*) III annoncée en juin pour les banques de la zone euro: opérations trimestrielles de septembre 2019 à mars 2021 d'une maturité de 2 ans portant sur 10% des crédits éligibles à un taux d'intérêt supérieur de 10 points de base au taux de facilité de dépôt à conditions que les encours de crédits progressent de plus de 2,5% l'an, ces termes sont moins généreux que les opérations I et II qui portaient sur une maturité de 4 ans au taux de facilité de dépôt soit -0,4%
- ❑ **La BCE dispose encore d'armes puissantes**
 - ✓ Reprise du programme d'achats d'actifs, problème de la raréfaction de certains actifs comme le Bund
 - ✓ Possibilité de recours aux Opérations monétaires sur titres, mises en place en 2012 mais jamais encore utilisé, qui consiste pour la BCE à acheter sur le marché secondaire des emprunts d'état de pays de la zone euro bénéficiaire d'un programme d'ajustement économique ou ayant fait appel au Mécanisme européen de stabilité*

* Institution financière internationale qui peut lever des fonds sur les marchés financiers pour un montant allant jusqu'à 700 milliards d'euros afin d'aider sous conditions des États en difficulté

Marges de manœuvre réduite pour la BCE

Banques centrales



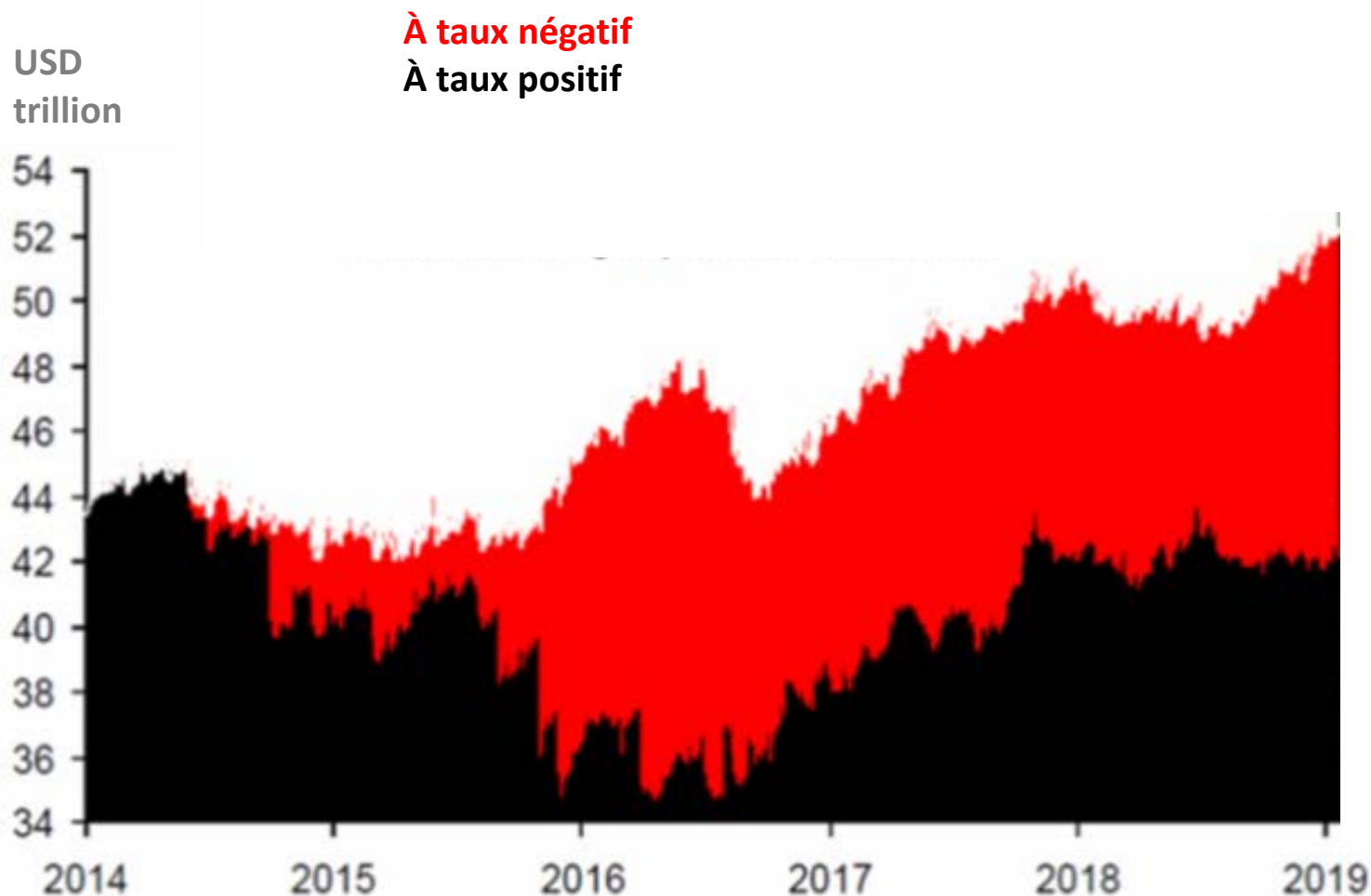
Source : CPR AM

Alerte aux taux bas permanents

- ❑ **Les taux d'intérêt nuls affaiblissent la rentabilité des banques ce qui réduit l'offre de crédit**
 - ✓ Le rendement des fonds propres des banques de la zone euro est de 5% en 2018 alors que la rentabilité exigée du capital en actions est de 8%
 - ✓ La capitalisation boursière des banques de la zone euro est inférieure à celle de JPM
- ❑ **Les taux d'intérêt nuls entraînent une multiplication des « entreprises zombies »**
 - ✓ Les intérêts payés par les entreprises de l'OCDE sur leur dette est passé de 4,3% du PIB en 2008 à 1,5% en 2018
 - ✓ Les banques deviennent otages de ces entreprises et assurent leur survie pour éviter de provisionner, ce qui pèse sur la croissance
 - ✓ Des craquements se font jour sur le segment du *high yield*: Rallye, Bourbon,...
- ❑ **Les taux d'intérêt nuls n'incitent pas les Etats à engager des réformes de structure pour dynamiser la croissance**
 - ✓ La moitié de la dette publique mondiale est à taux négatif
- ❑ **Les taux d'intérêt nuls constituent une forme de taxation des ménages**
 - ✓ En zone euro, les intérêts reçus par les ménages sont passés de 3,4% du PIB en 2008 à 0,8% en 2018
- ❑ **Les taux d'intérêt nuls provoquent une inflation du prix des actifs**
 - ✓ L'investissement dans les actifs existants est privilégié au détriment de celui dans de nouveaux actifs, par nature plus risqués

Alerte aux taux bas permanents

Dettes obligataires totales souveraines et crédits



Source : Deutsche Bank

Marchés

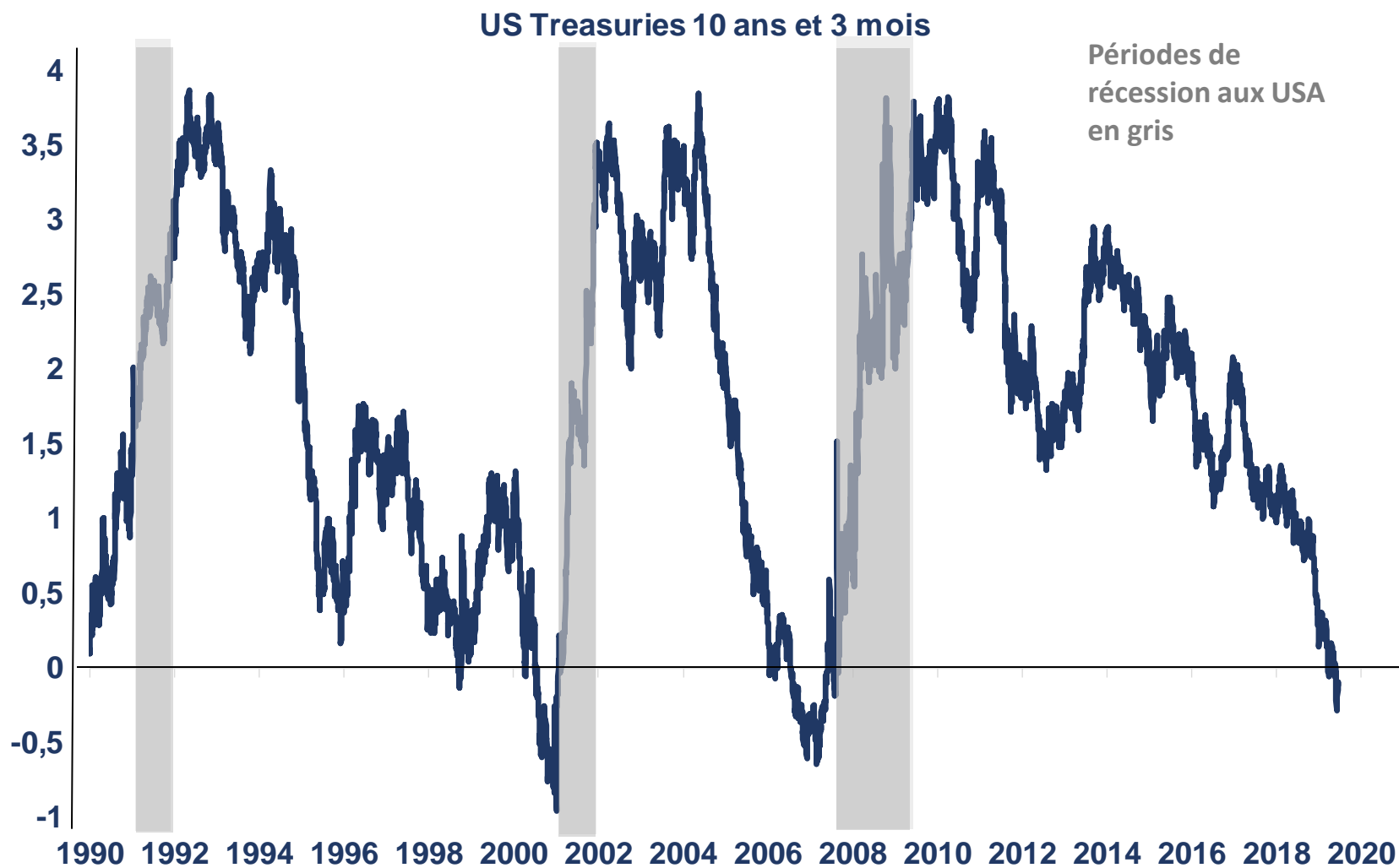
Les marchés de taux sous le choc des péripéties de l'affrontement USA-Chine

- ❑ **Depuis l'intensification de la guerre commerciale début mai, les taux d'intérêt à long terme sur les emprunts d'état des pays développés se sont repliés rapidement à des niveaux proches, voire inférieurs aux plus bas négatifs enregistrés en juillet 2016**
 - ✓ Le niveau des taux reflète moins les anticipations d'inflation et de croissance à long terme que les anticipations de maintien à un très bas niveau pendant longtemps des taux d'intérêt directeurs des banques centrales
 - ✓ Les obligations sont devenues des actifs de rendement en capital au même titre que les actions

- ❑ **L'inversion de la courbe des taux se généralise dans les pays développés alors que ce phénomène apparaît normalement en fin de période de hausse des taux**
 - ✓ Une inversion de la courbe des taux traduit une anticipation de baisse des taux à court terme

- ❑ **Avec les taux d'intérêt négatifs, la monnaie devient « fondante » comme le rêvait Sylvio Gesell, en toute logique la vitesse de circulation de la monnaie devrait s'accroître à moins d'anticiper une longue période de déflation**

Spectre de la récession aux USA en 2020 ?



Source : Fed

Les marchés d'actions n'anticipent pas une récession

- ❑ **Les marchés d'actions sont soutenus par la baisse des taux alors que les croissances escomptées de bénéfices restent positives mais modestes**
 - ✓ 15 à 20% de hausse des cours dans les pays développés depuis le début de l'année pour une hausse escomptée des bénéfices de quelques % en 2019
 - ✓ La corrélation avec les obligations souveraines devient de plus en plus forte

- ❑ **Les annonces d'établissement de droits de douane entre les USA et la Chine provoquent des chocs de plus en plus amortis sur les cours**
 - ✓ Le renminbi s'ajuste à la baisse vis-à-vis du dollar, compensant les droits de douane
 - ✓ Dans l'hypothèse d'une récession, les valorisations sont extrêmement tendues

- ❑ **Pourtant la mise en place d'une économie mondiale s'affranchissant du libre-échange des biens et services ainsi que de la libre circulation des capitaux pour reterritorialiser la production dans de grands espaces homogènes autocentrés a un impact direct sur la croissance et l'inflation**
 - ✓ La fragmentation des zones économiques freine l'innovation et sa diffusion, la balkanisation des marchés financiers freine le financement de l'économie
 - ✓ Perte des avantages comparatifs: hausse des prix importés et hausse des salaires alimentent l'inflation et font chuter la demande

L'immobilier d'entreprise soumis à la tentation d'une compression des taux de capitalisation

- ❑ Les taux d'intérêt réels deviennent fortement négatifs ce qui constitue un puissant facteur de soutien du marché immobilier
- ❑ La combinaison d'un rendement courant relativement élevé et d'un pouvoir de diversification vis-à-vis des obligations rend l'immobilier d'entreprise particulièrement attractif dans l'univers des actifs illiquides
 - ✓ Les obligations *High Yield* et la dette privée sont plus sensibles à la conjoncture sur le marché des actions

Pays	Taux souverain à 10 ans	Taux d'intérêt réel	Taux de capitalisation des bureaux Prime à 4% de prime de risque
Suisse	-1,0%	-1,7%	2,3%
Allemagne	-0,7%	-1,9%	2,1%
France	-0,5%	-1,8%	2,2%
Japon	-0,3%	-1,2%	2,8%
USA	1,5%	-0,3%	3,7%

Source : Bloomberg et OCDE

Les marchés résidentiels en retournement dans le monde

- ❑ **Les marchés résidentiels dans les pays développés ont amorcé un repli**
 - ✓ A l'exception de quelques cœurs de métropole, les prix progressent en moyenne beaucoup moins vite, voire diminuent
 - ✓ L'investissement en logements neufs régresse
- ❑ **La solvabilisation des ménages par baisse des taux d'intérêt semble toucher à sa fin**
 - ✓ La baisse du chômage ne semble pas être en mesure de contrecarrer le mouvement
 - ✓ Des dispositifs macro-prudentiels ont freiné la distribution de crédit à l'acquisition dans de nombreux pays, notamment en Suède

Activité des marchés résidentiels dans les pays développés



Source : Oxford Economics

Les sources identifiées de crise majeure

- ❑ Un No Deal Brexit chaotique
- ❑ La Ligue du Nord au pouvoir organise un Italexit
- ❑ Répression militaire de la Chine à Hong Kong
- ❑ Syndrome argentin (chute de 40% des actions, de 25% des obligations, de 20% de la devise le 12 août suite au revers électoral du président Mauricio Macri) : vente en panique sur un marché illiquide, par exemple suite à une augmentation brutale du risque de crédit sur les obligations d'entreprise en cas de ralentissement trop prononcé de l'activité
- ❑ Le G20 d'avril 2009 à Londres a vu la communauté internationale faire front pour éviter une dépression de l'économie mondiale, le G7 d'août 2019 à Biarritz voit le monde beaucoup plus divisé pour lutter contre les inégalités et le réchauffement climatique

Point de conjoncture économique et immobilier

Richard MALLE
Global Head of Research
BNP PARIBAS REAL ESTATE

Réunion adhérents
5 septembre 2019

LES MARCHÉS DE L'IMMOBILIER D'ENTREPRISE EN EUROPE ET EN FRANCE

TENDANCES ET PERSPECTIVES

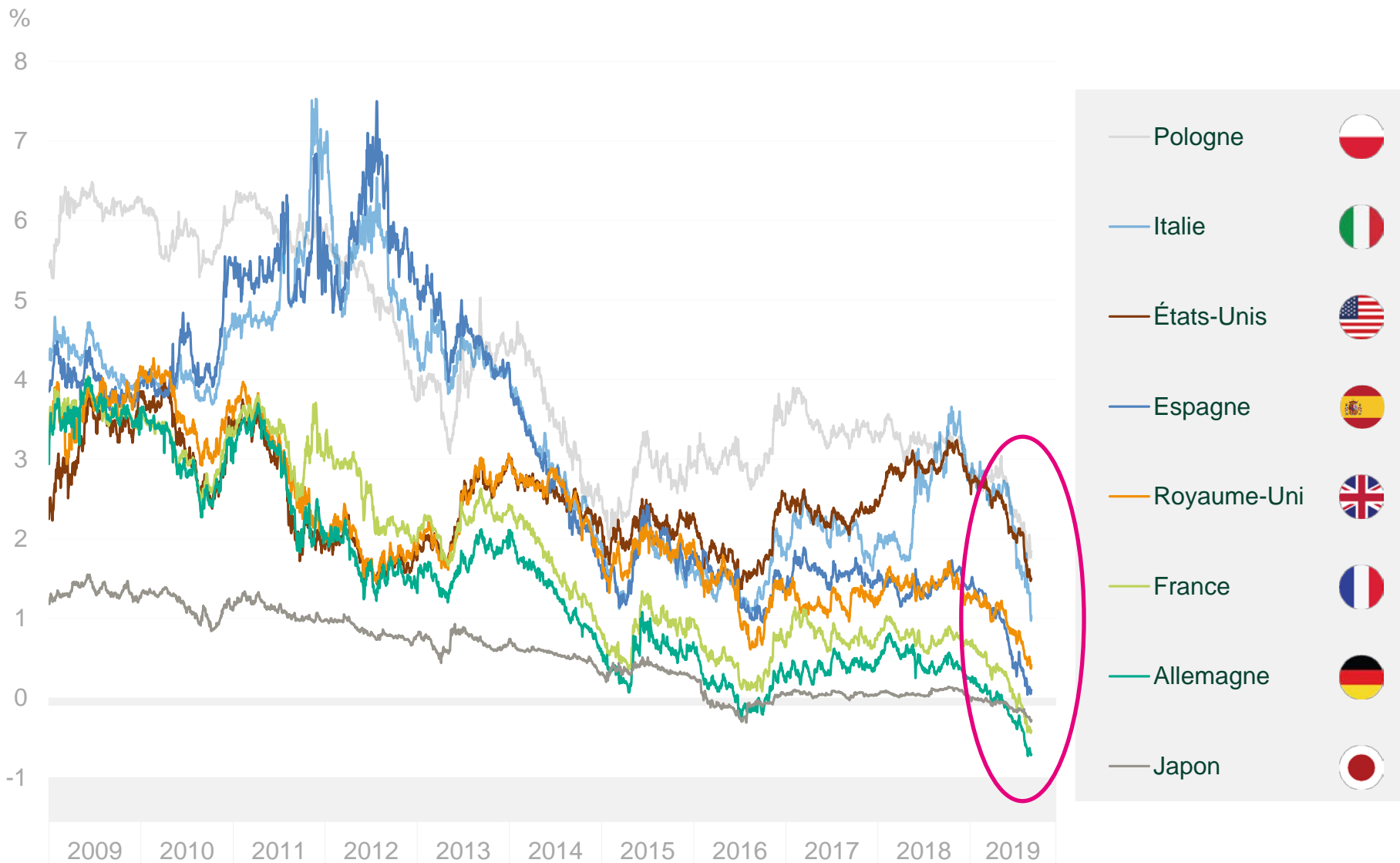
Paris
5 septembre 2019



BNP PARIBAS
REAL ESTATE

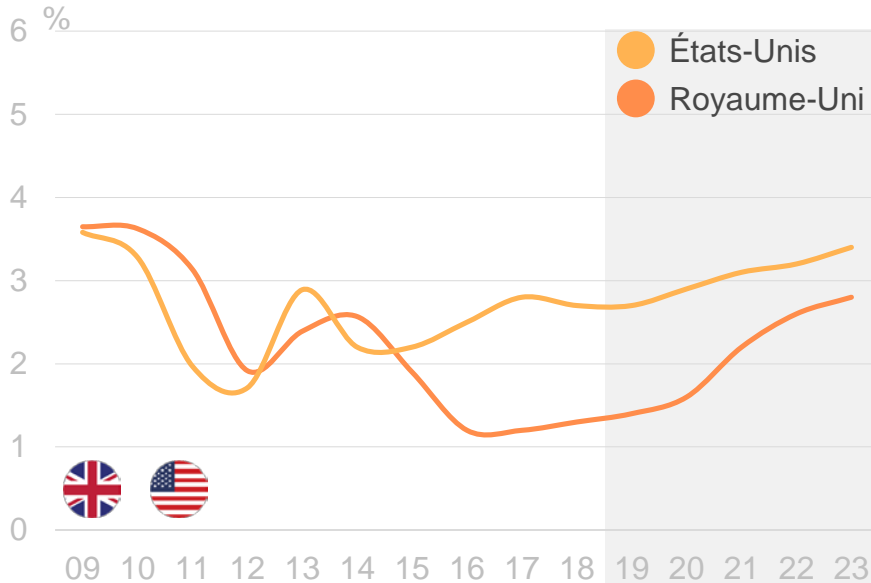
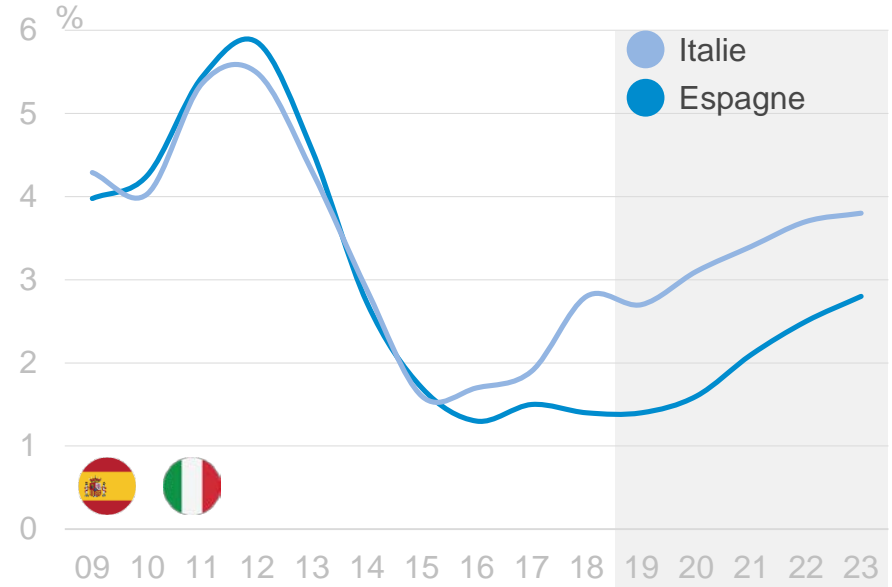
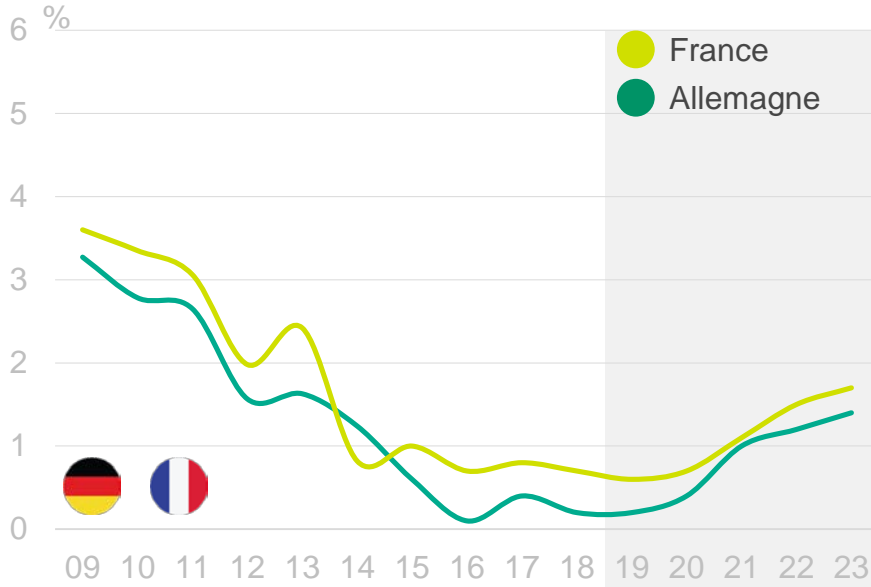
L'immobilier d'un monde qui change

Rendement des obligations d'État à 10 ans



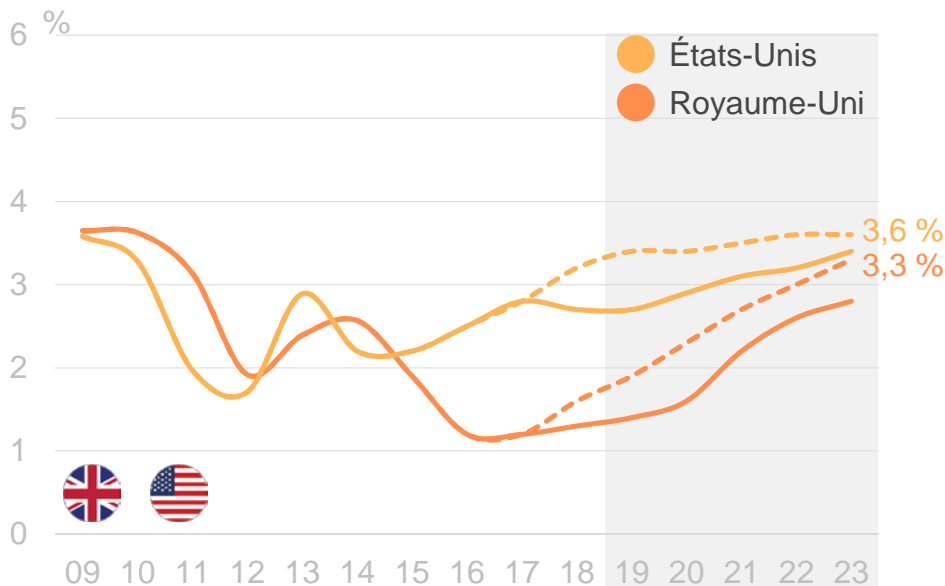
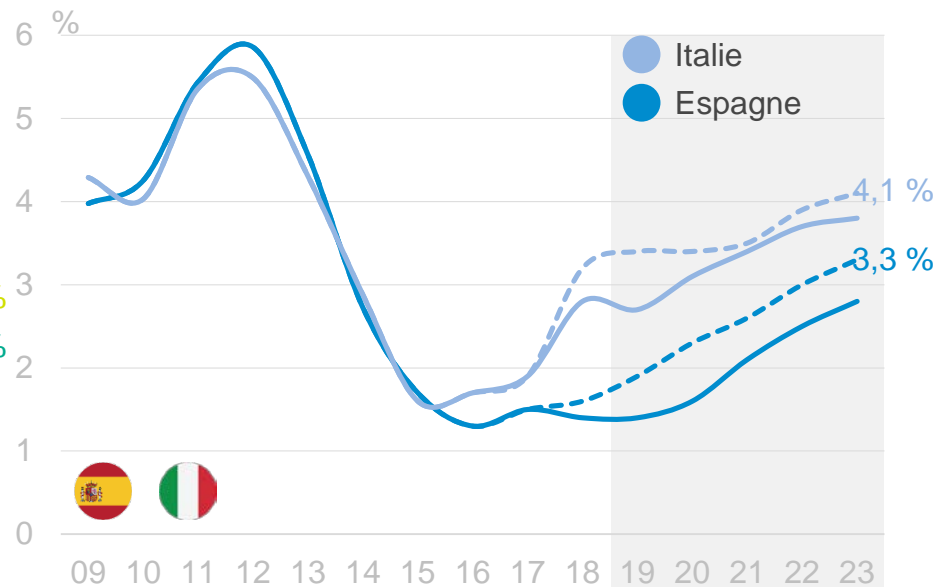
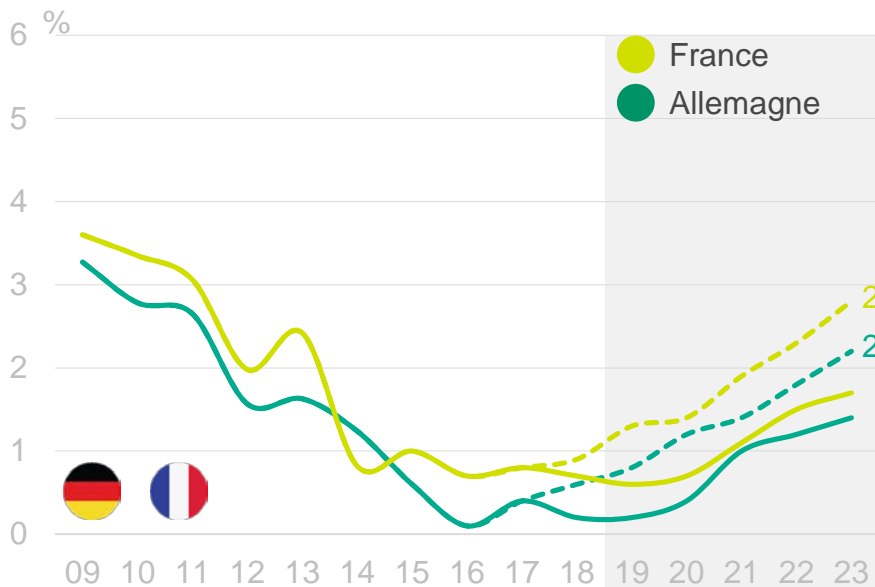
Source : Macrobond.

Rendement des obligations d'État à 10 ans : Projection



Source : Consensus Economics (avril 2019).

Rendement des obligations d'État à 10 ans : Projection



Prévisions :

--- Octobre 2018

— Avril 2019

- Révision en forte baisse des anticipations de croissance des taux longs sur la période 2019-2023 :
 - de -80 à -110 pb en Allemagne et en France d'ici à 5 ans,
 - de -50 à -30 pb en Espagne et en Italie,
 - de -50 à -20 pb au Royaume-Uni et aux États-Unis.

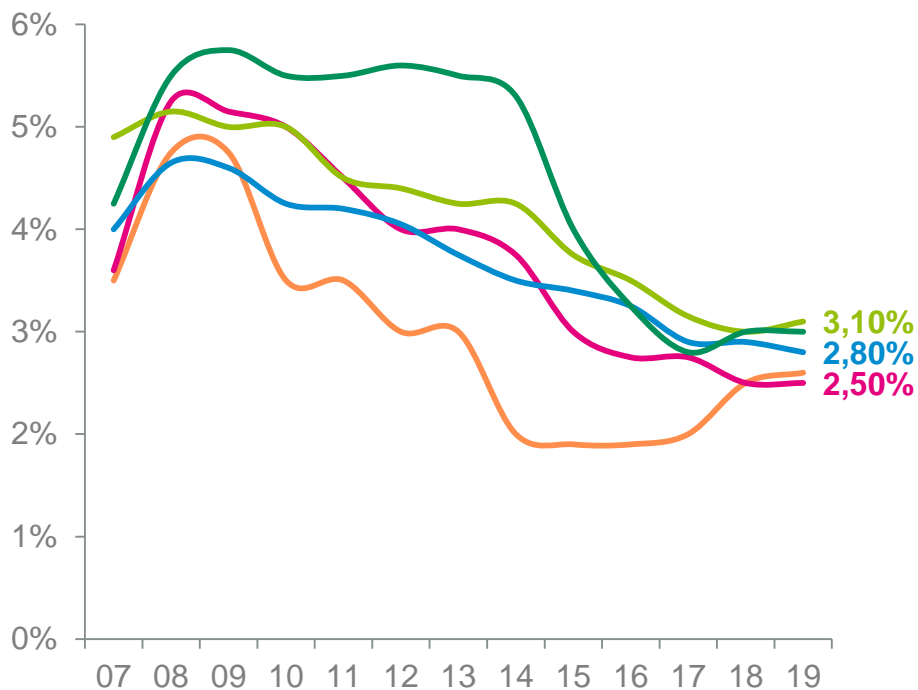
Source : Consensus Economics (octobre 2018, avril 2019).

Taux « prime » des commerces



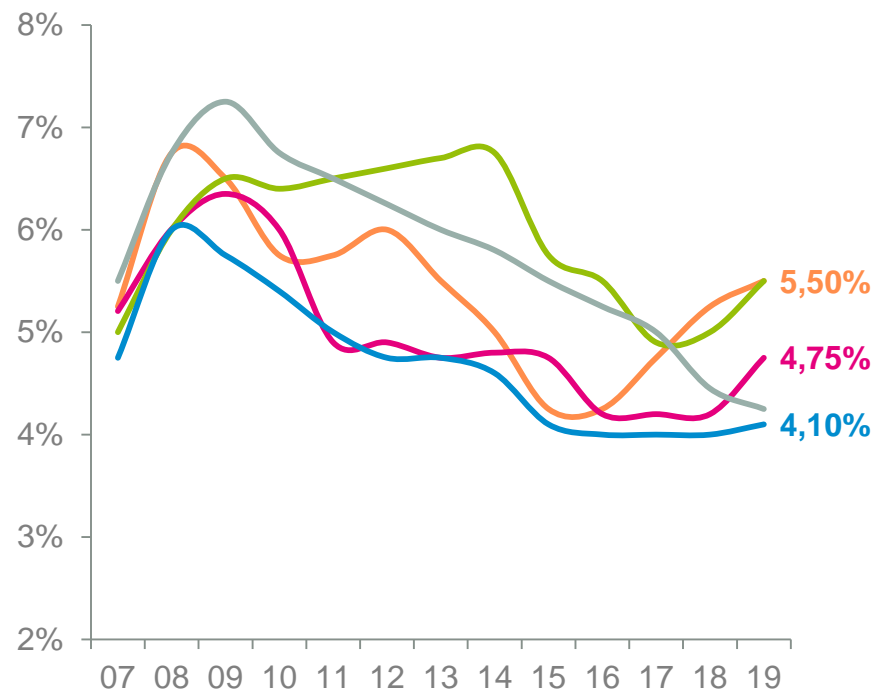
Pieds d'immeuble

UK France Italy Germany Spain



Centres commerciaux

UK France Italy Germany Poland

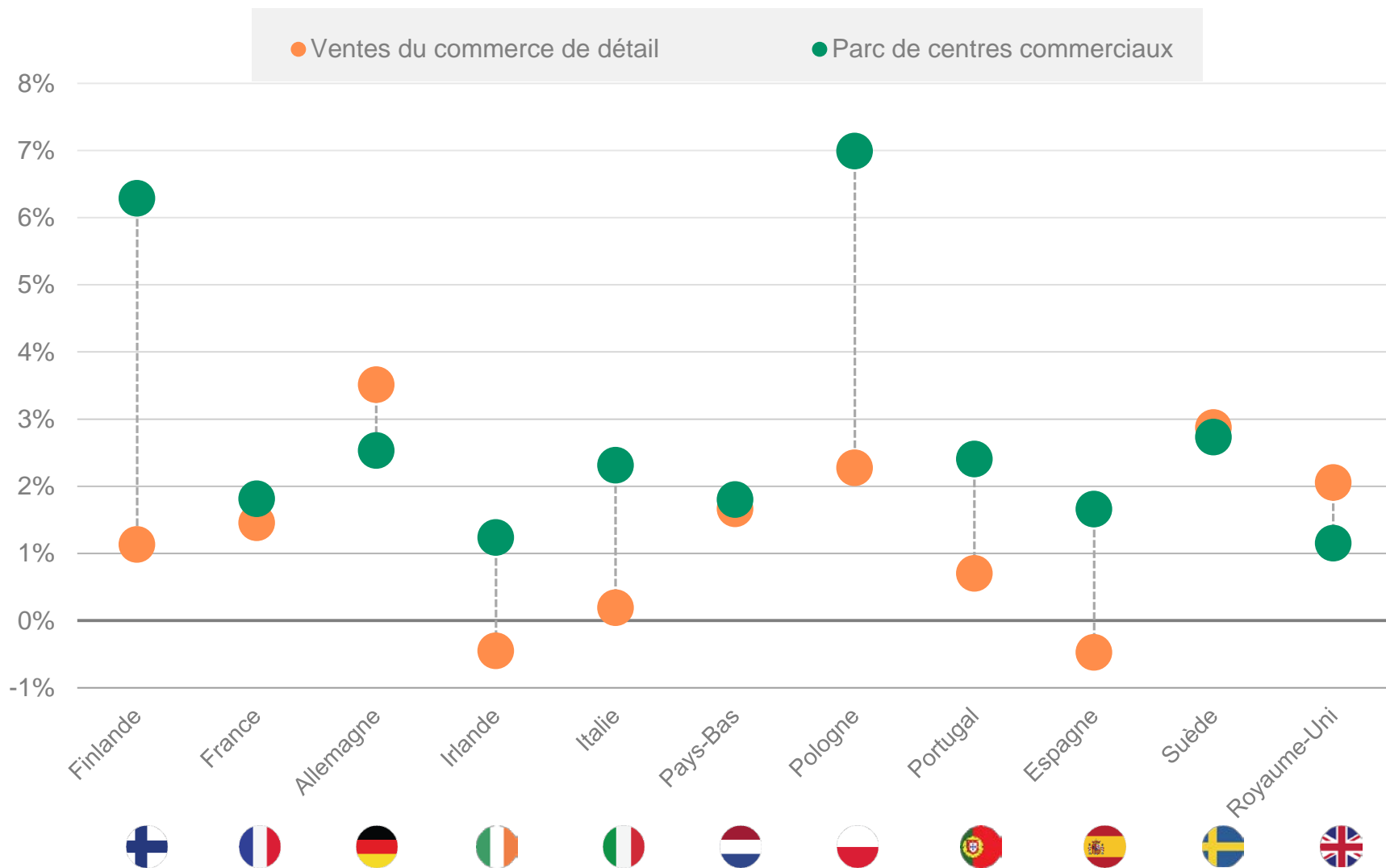


Source : BNP Paribas Real Estate.

Ventes au détails vs Parc des centres commerciaux



(Croissance moyenne annuelle 2008-2018)

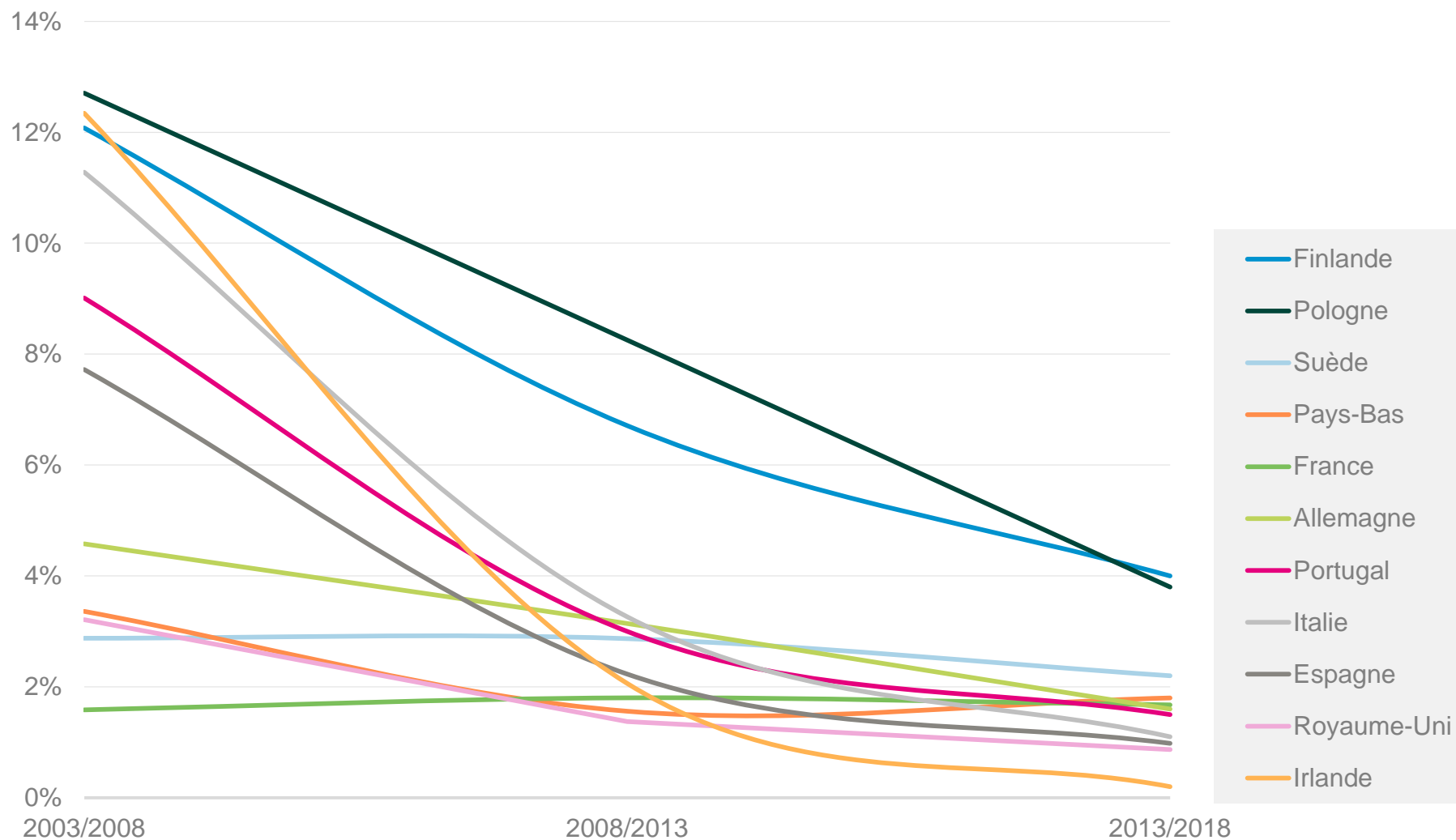


Source : BNP Paribas Real Estate, PMA, Macrobond.

Parc des centres commerciaux en Europe

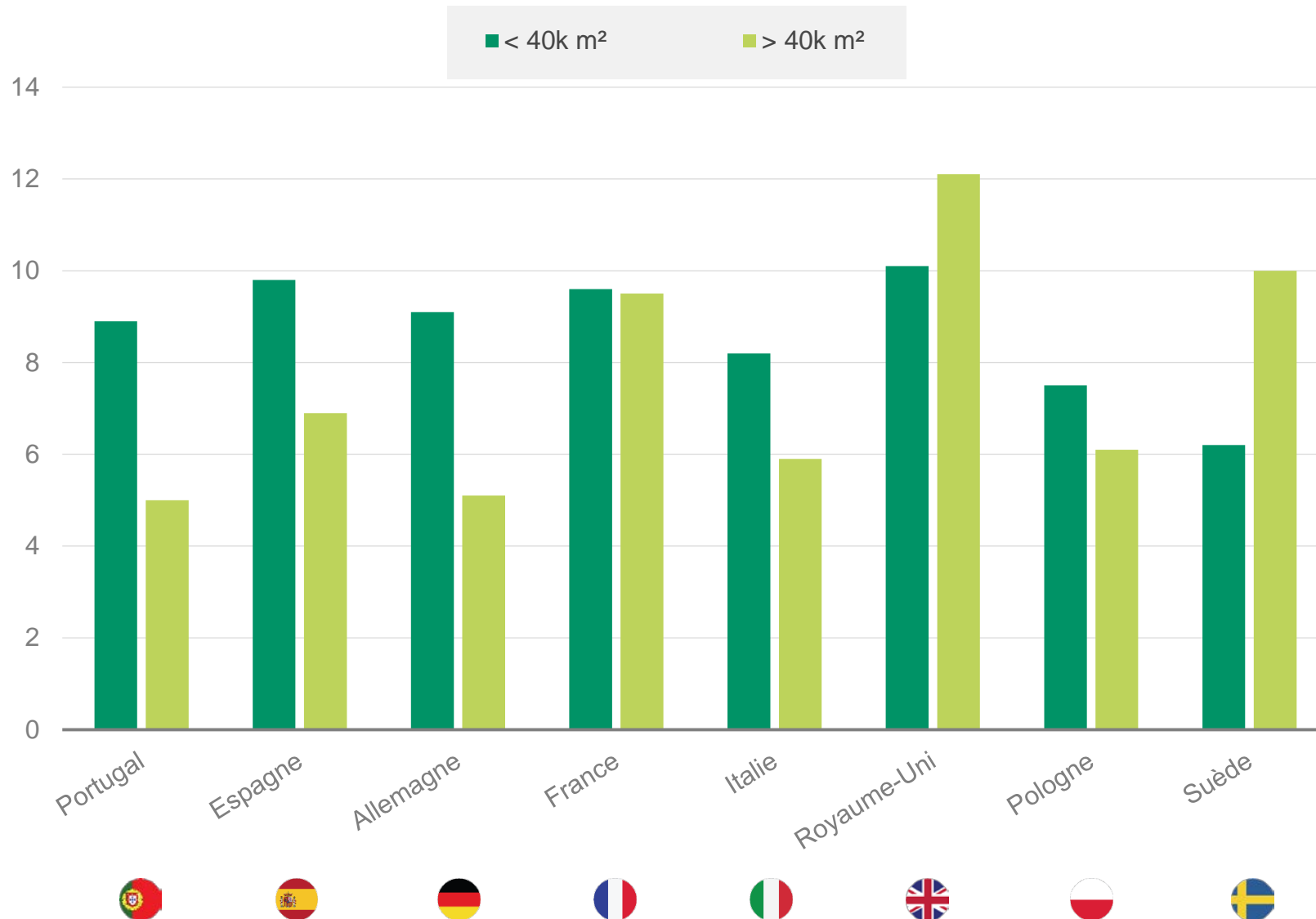


(Croissance moyenne annuelle 5 ans)



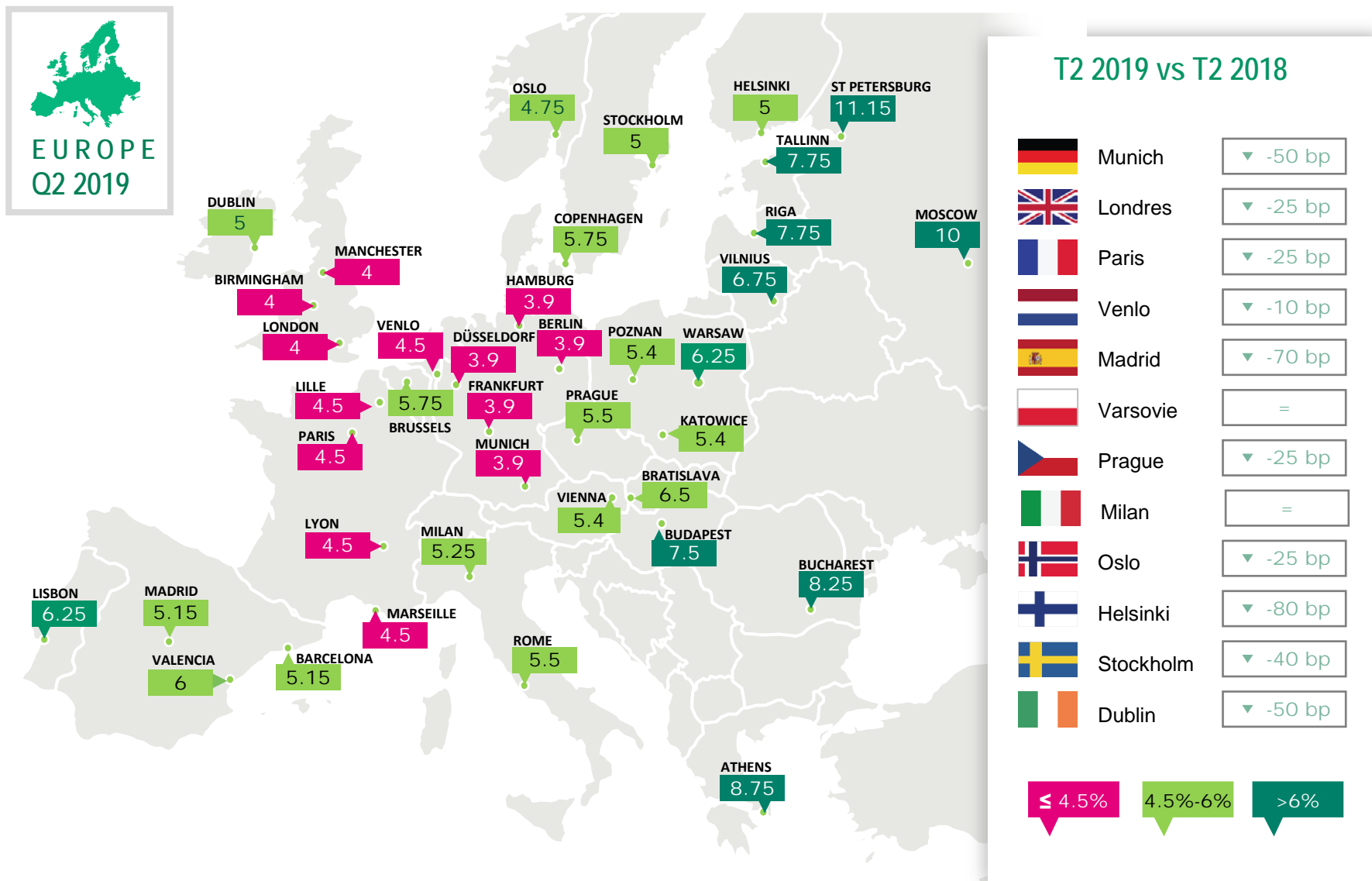
Source : BNP Paribas Real Estate, PMA.

Taux de vacance des centres commerciaux en Europe



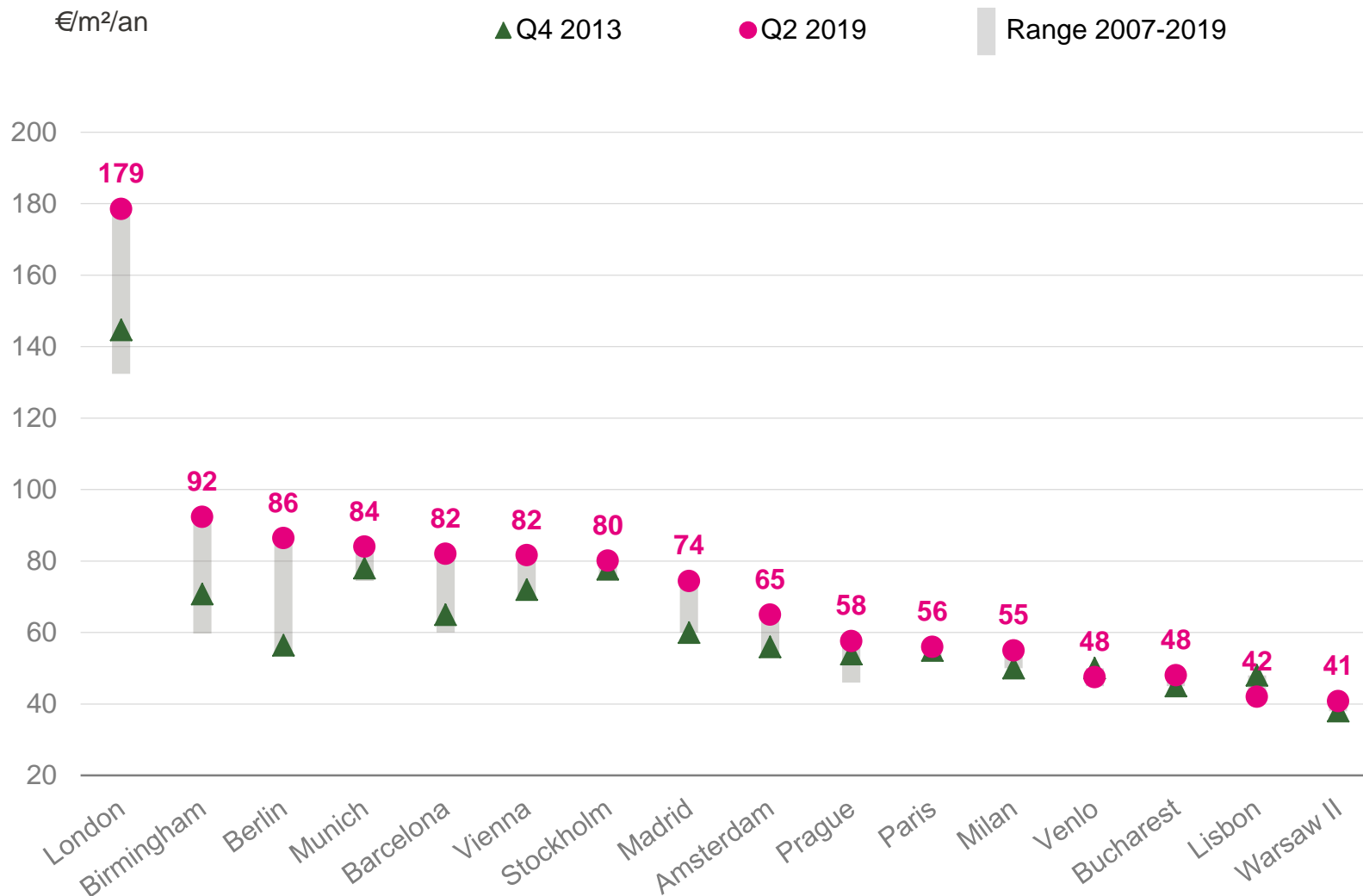
Source : BNP Paribas Real Estate, PMA.

Taux « prime » des entrepôts en Europe



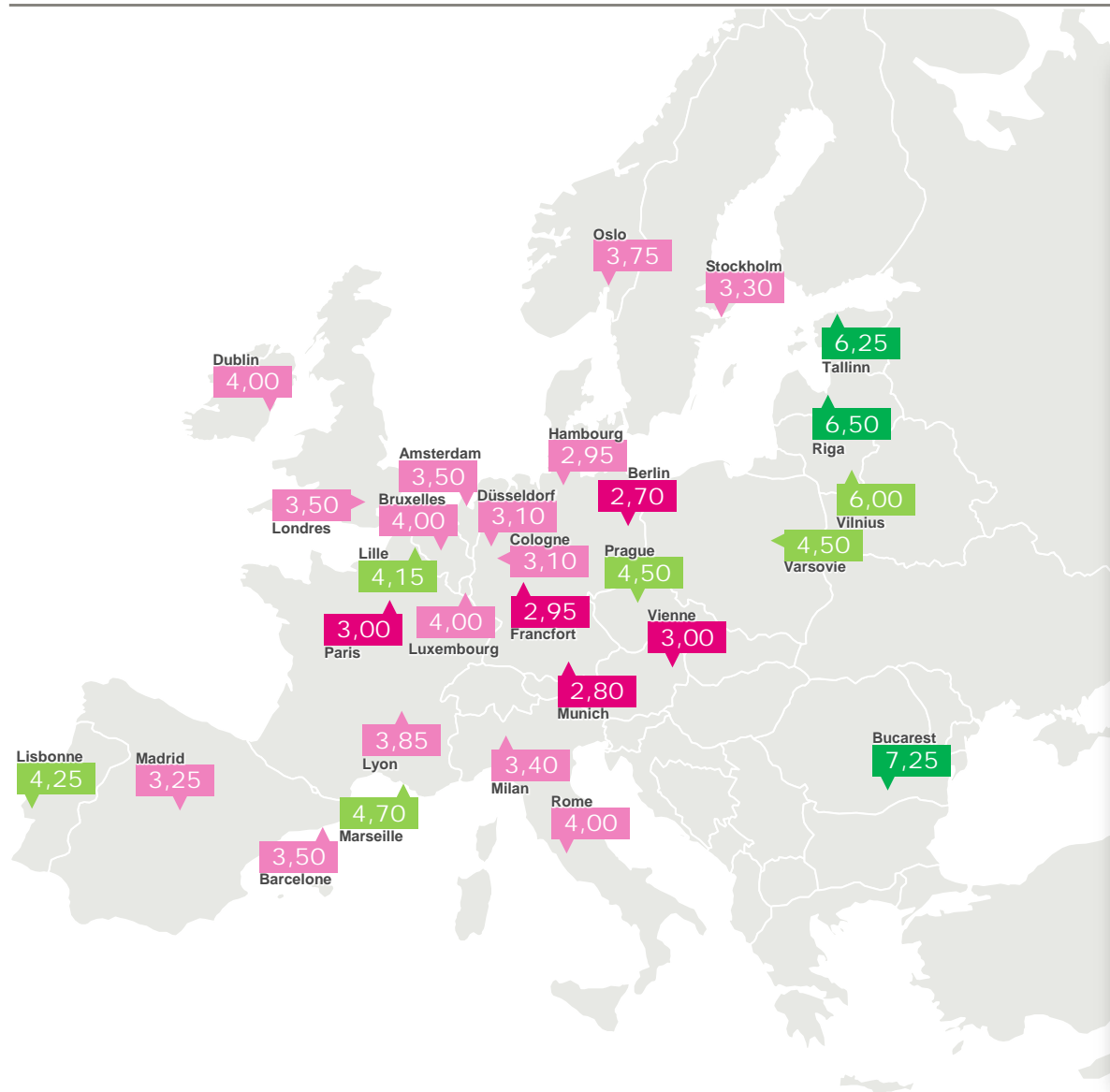
Source : BNP Paribas Real Estate.

Loyers « prime » des entrepôts en Europe



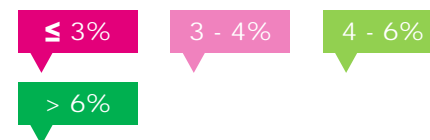
Source : BNP Paribas Real Estate.

Taux « prime » des bureaux en Europe



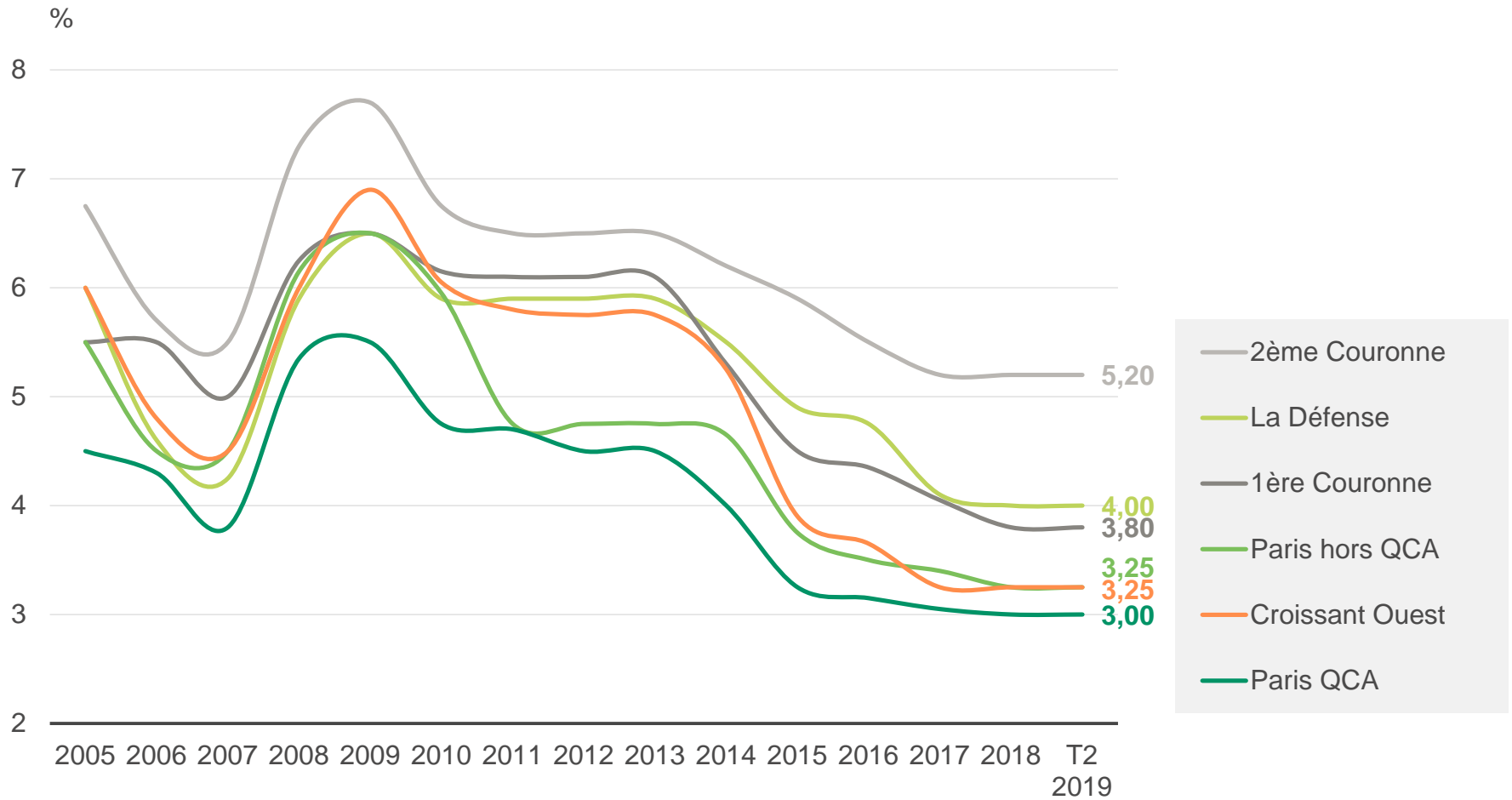
T2 2019 vs. T2 2018

	Londres	=
	Berlin	▼ - 20 pb
	Paris	=
	Amsterdam	▼ - 20 pb
	Madrid	=
	Milan	=
	Varsovie	▼ - 65 pb
	Bruxelles	▼ - 50 pb
	Dublin	=



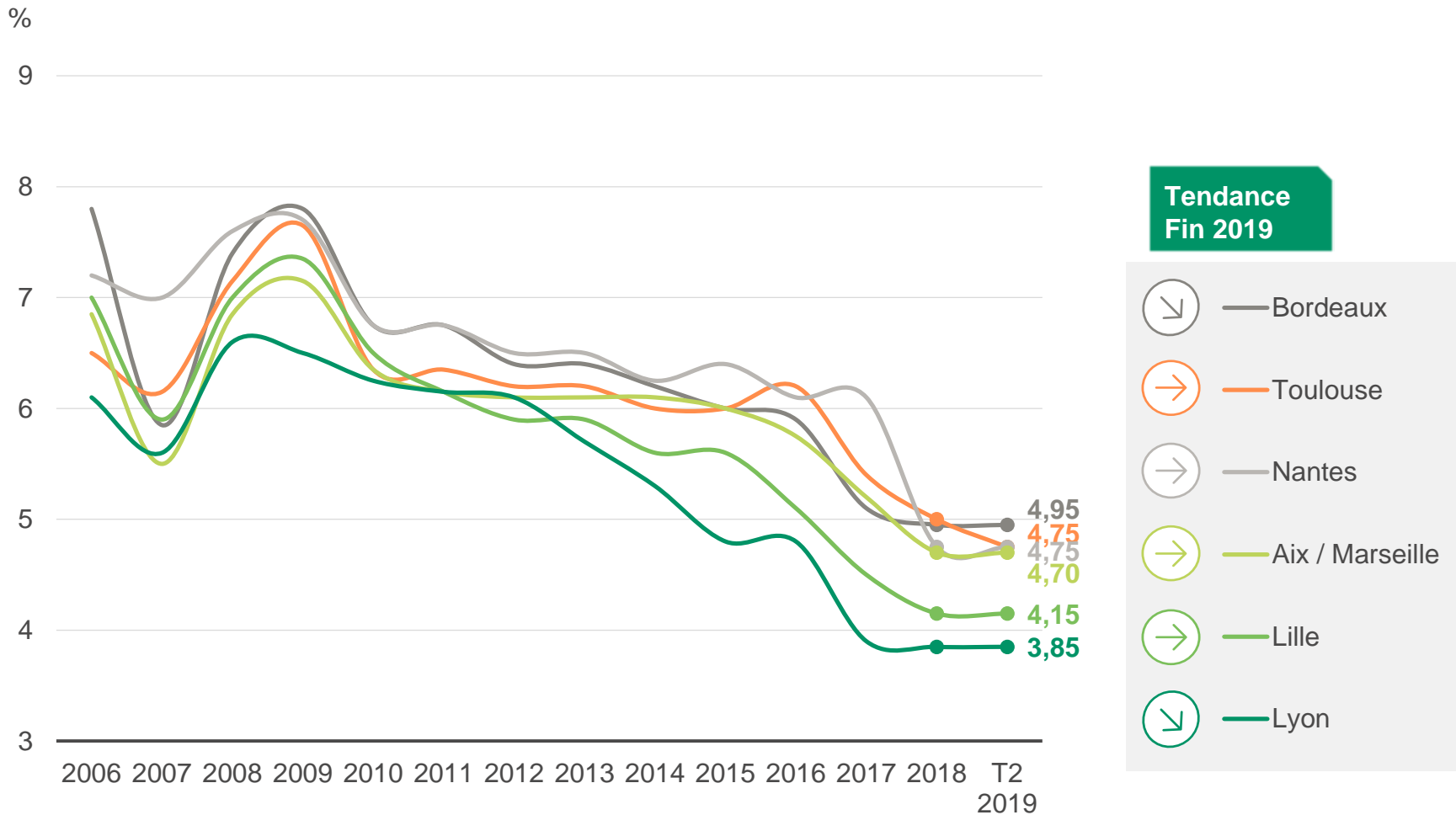
Source : BNP Paribas Real Estate.

Taux « prime » des bureaux en Île-de-France



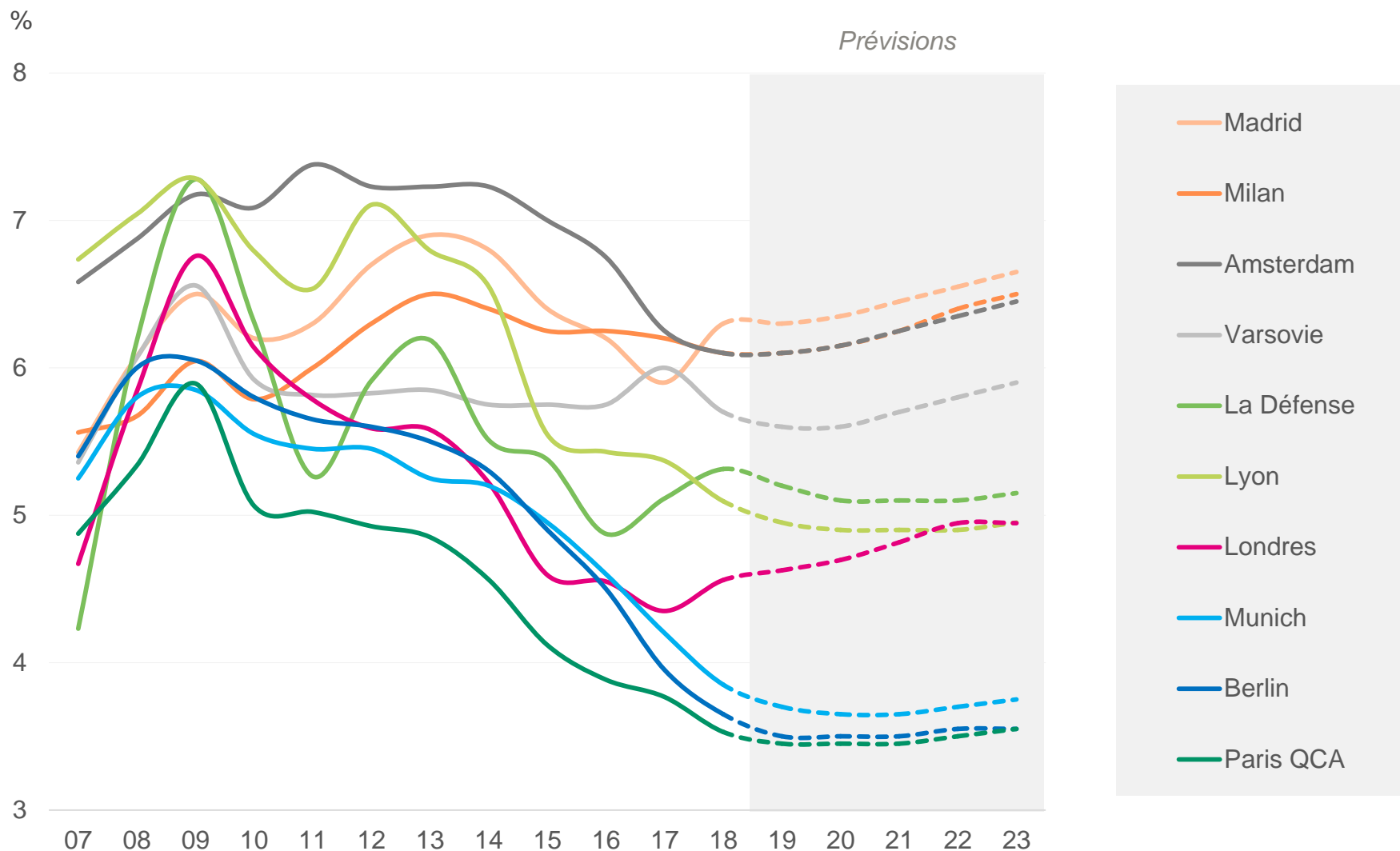
Source : BNP Paribas Real Estate.

Taux « prime » des bureaux en Régions



Source : BNP Paribas Real Estate.

Taux de rendement moyen des bureaux en Europe



Source : BNP Paribas Real Estate.

Projection PIB et Emploi en France en 2019

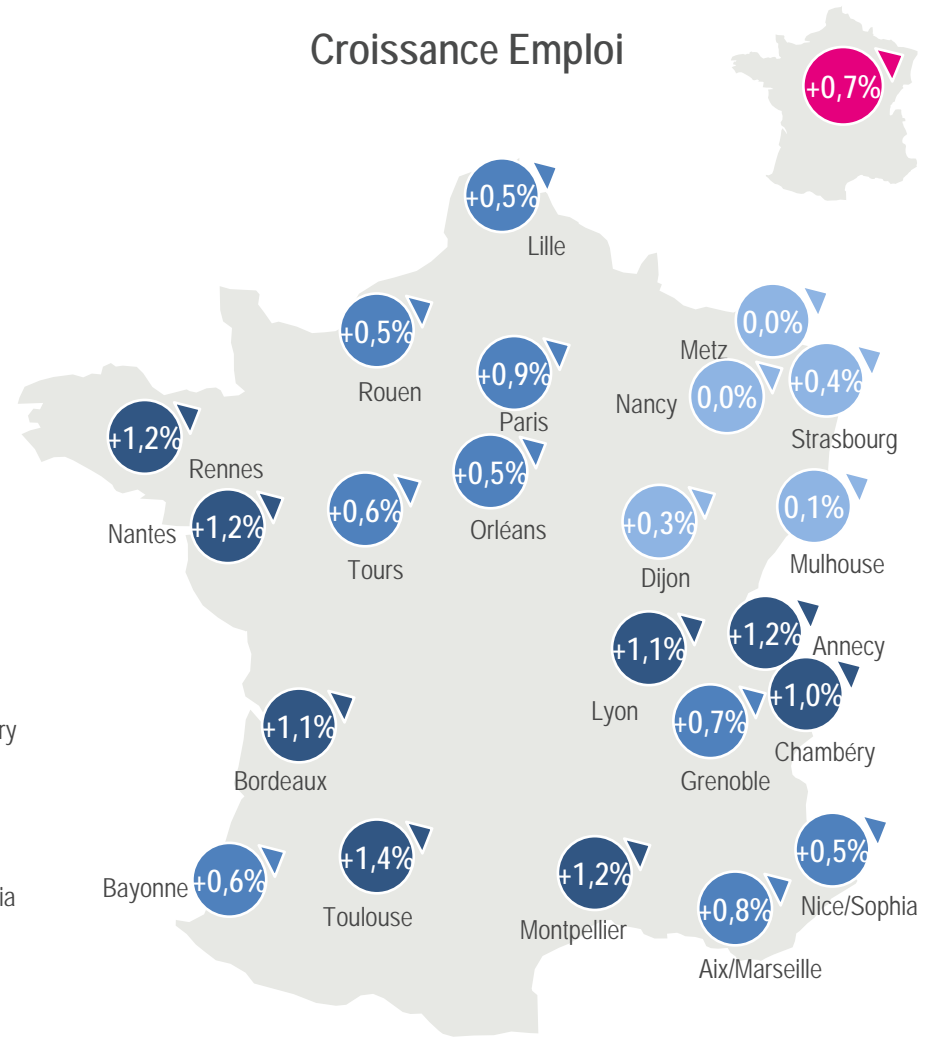
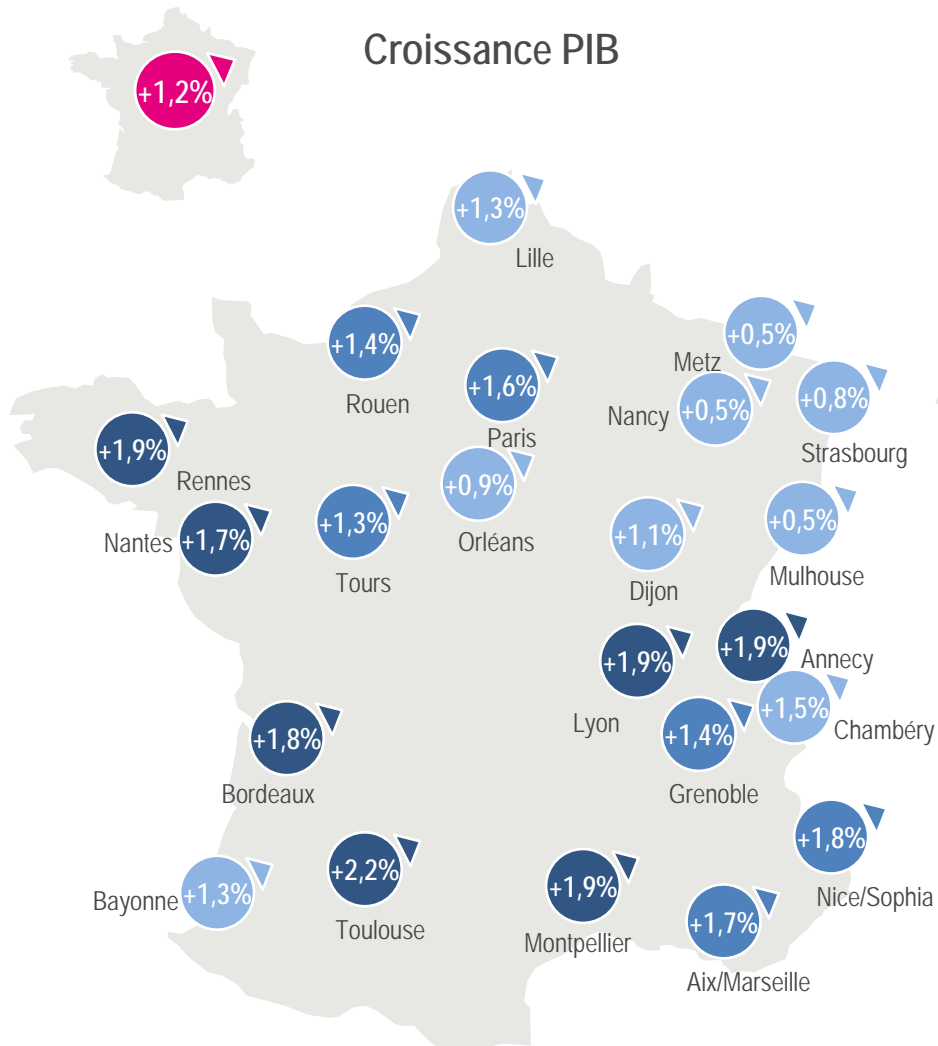


Prévision 2019

Prévision 2019

Croissance PIB

Croissance Emploi

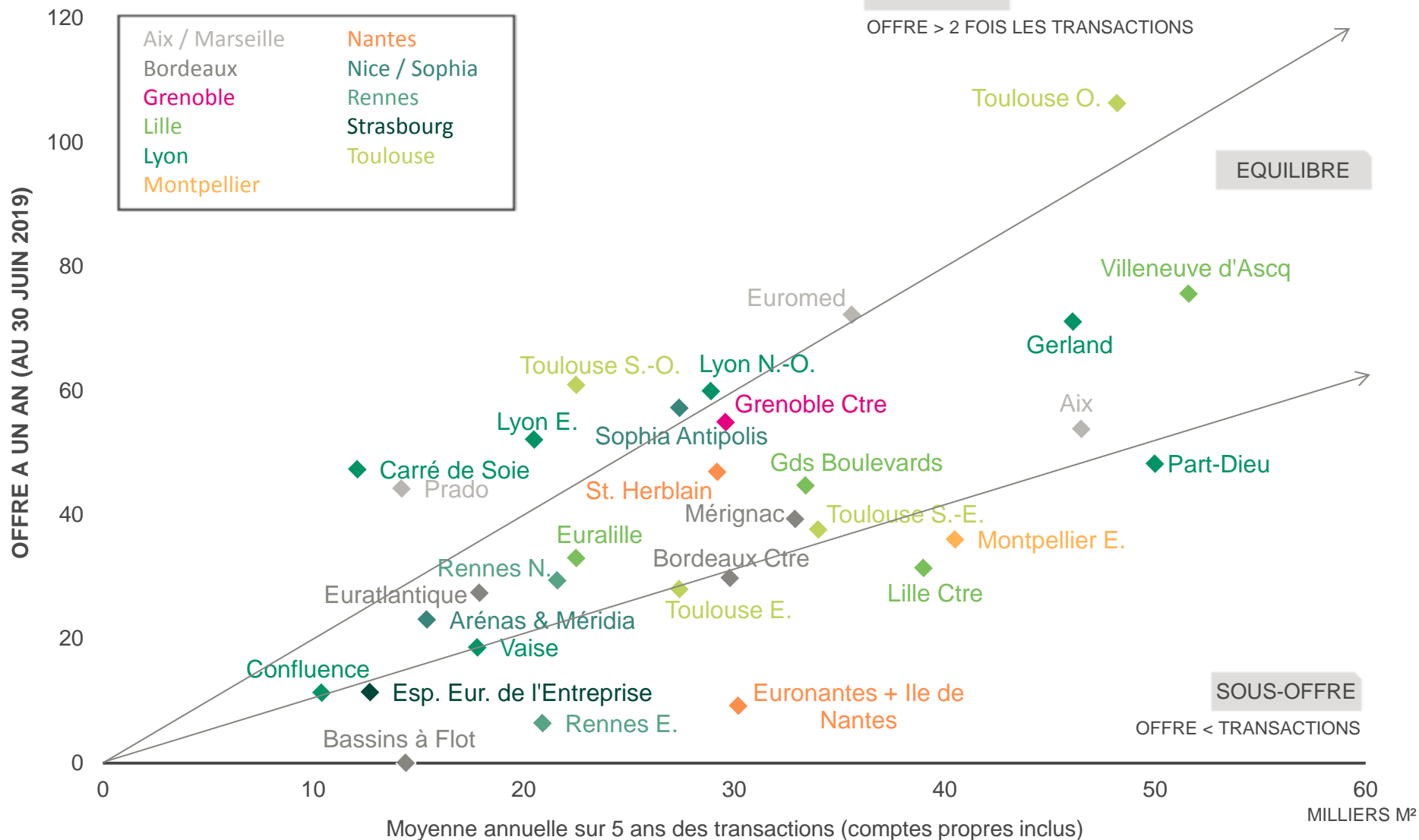


Source : Oxford Economics.

Équilibre des marchés par secteur d'affaires



MILLIERS M²



SUR-OFFRE

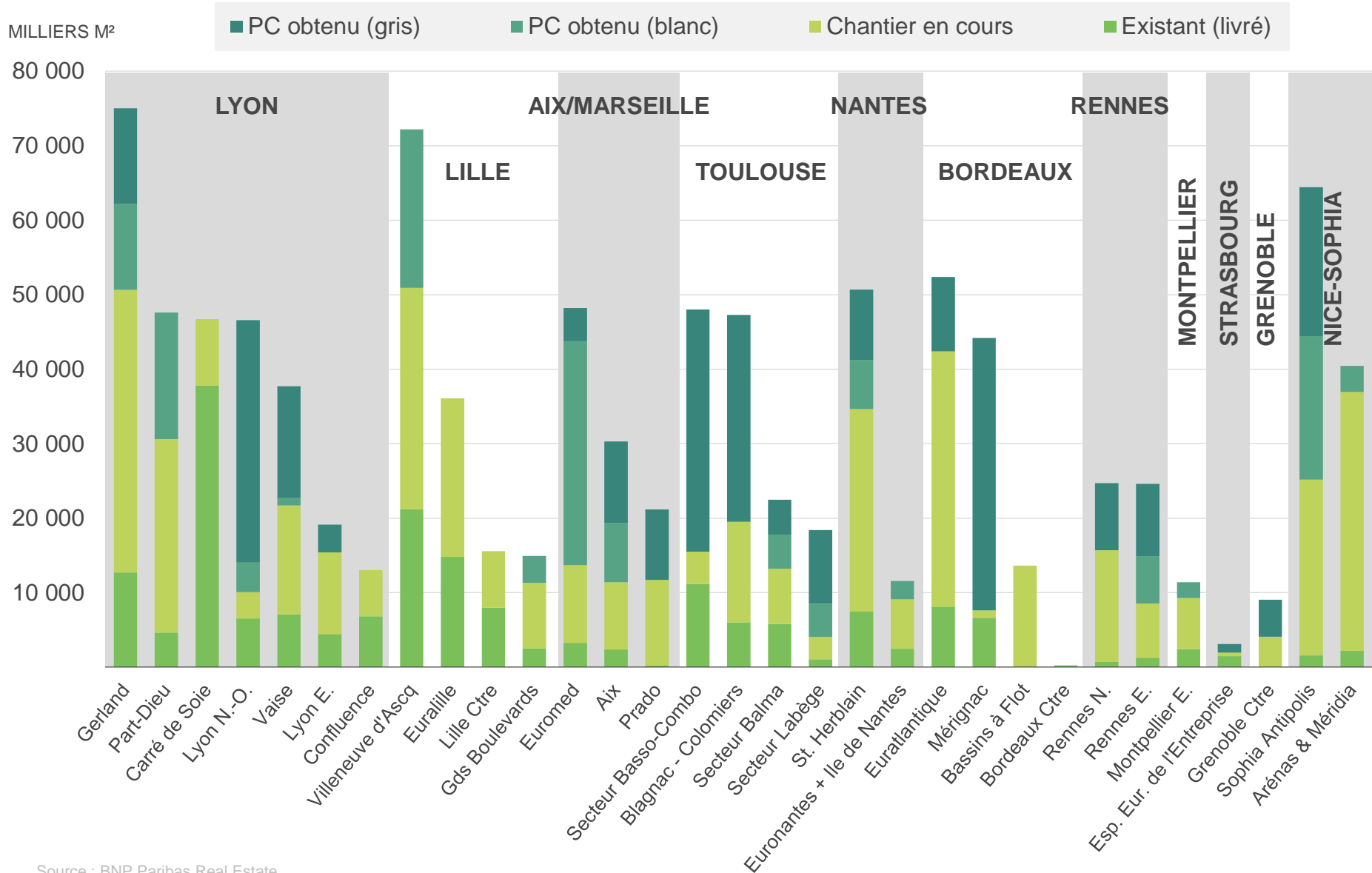
OFFRE > 2 FOIS LES TRANSACTIONS

EQUILIBRE

SOUS-OFFRE

OFFRE < TRANSACTIONS

Offre neuve future par secteur d'affaires – 30/06/2019



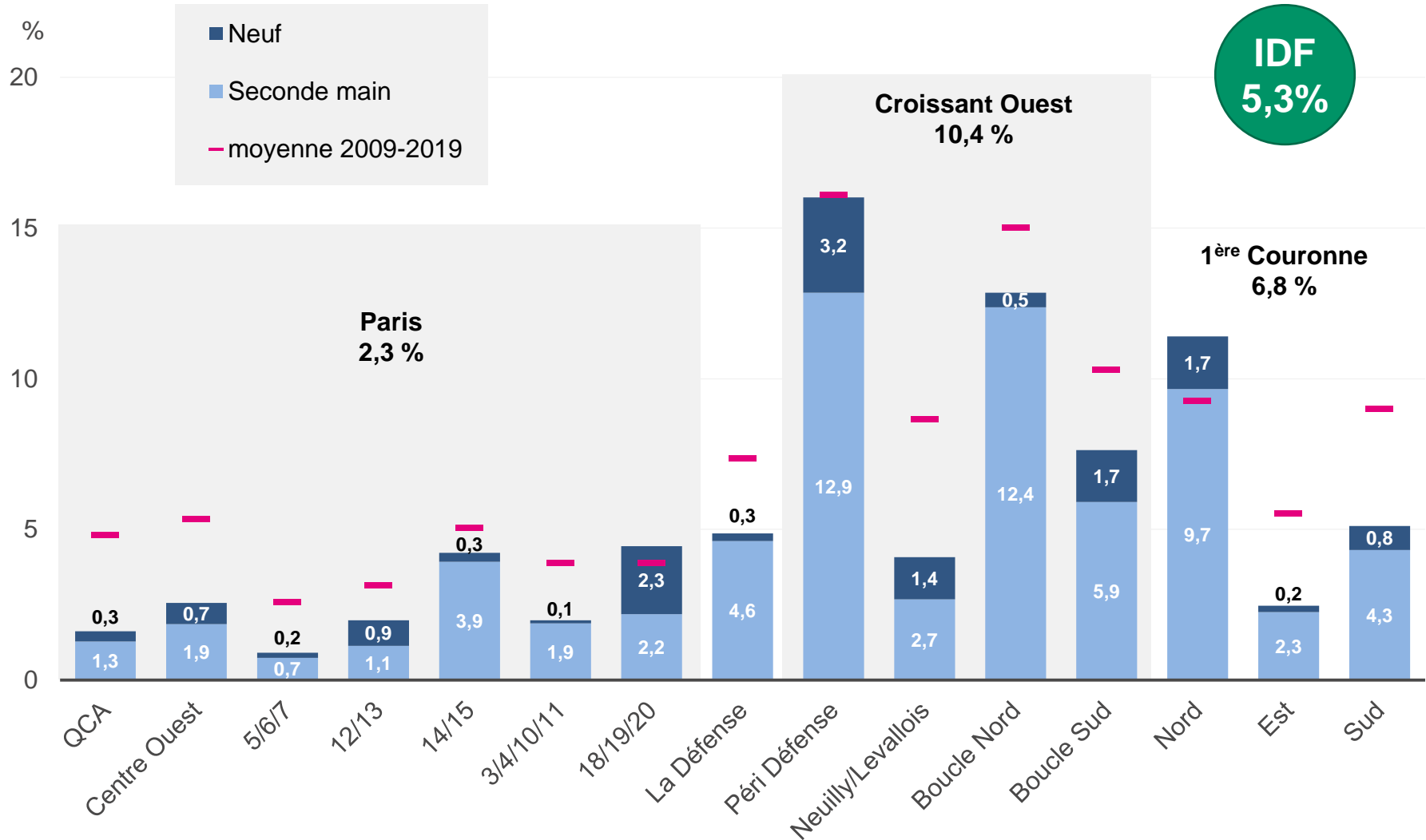
Source : BNP Paribas Real Estate.

Taux de vacance des bureaux en Île-de-France



(Au 1^{er} juillet 2019)

(Au 1^{er} juillet 2019)



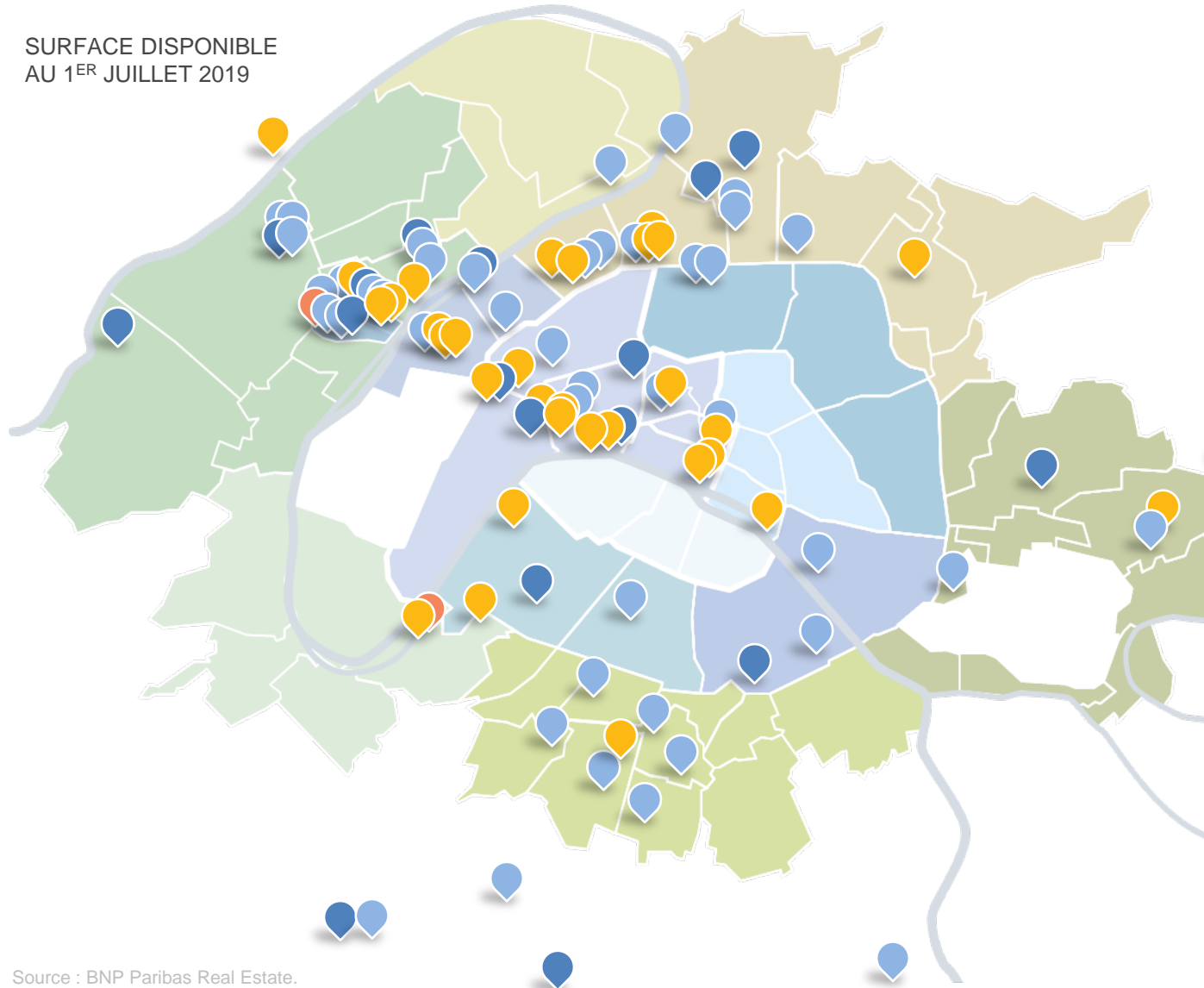
Source : BNP Paribas Real Estate.

Offre en chantiers de bureaux en Île-de-France



(Au 1^{er} juillet 2019)

SURFACE DISPONIBLE
AU 1^{ER} JUILLET 2019



Livraisons 2019
232 270 m²



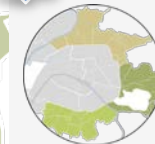
Livraisons 2020
605 000 m²



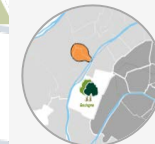
Livraisons 2021
593 450 m²



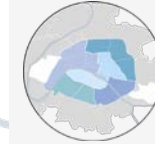
Livraisons 2022
99 910 m²



1^{ères} Couronnes
27%



La Défense
26%



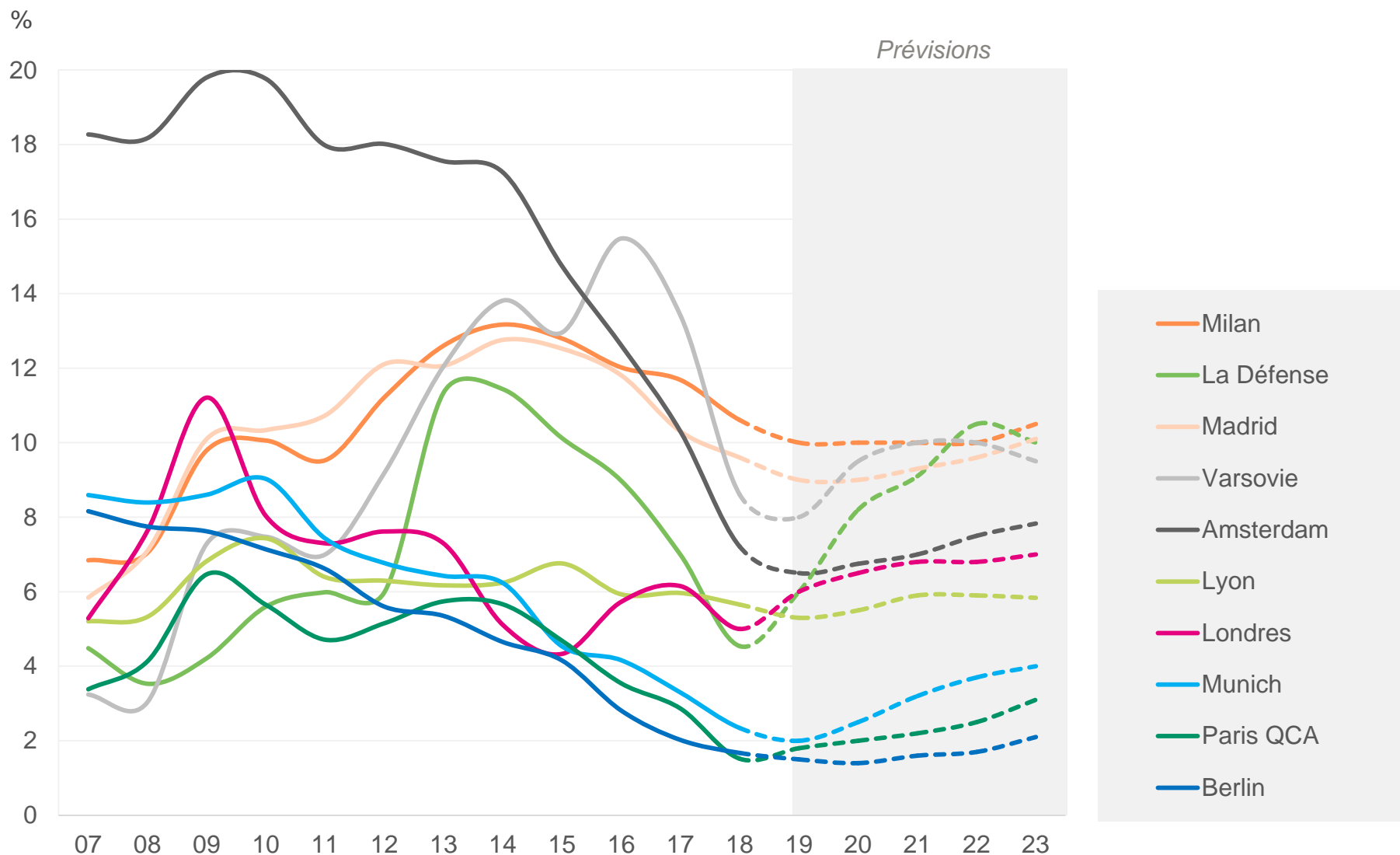
Paris
21%



Croissant Ouest
19%

Source : BNP Paribas Real Estate.

Taux de vacance des bureaux en Europe

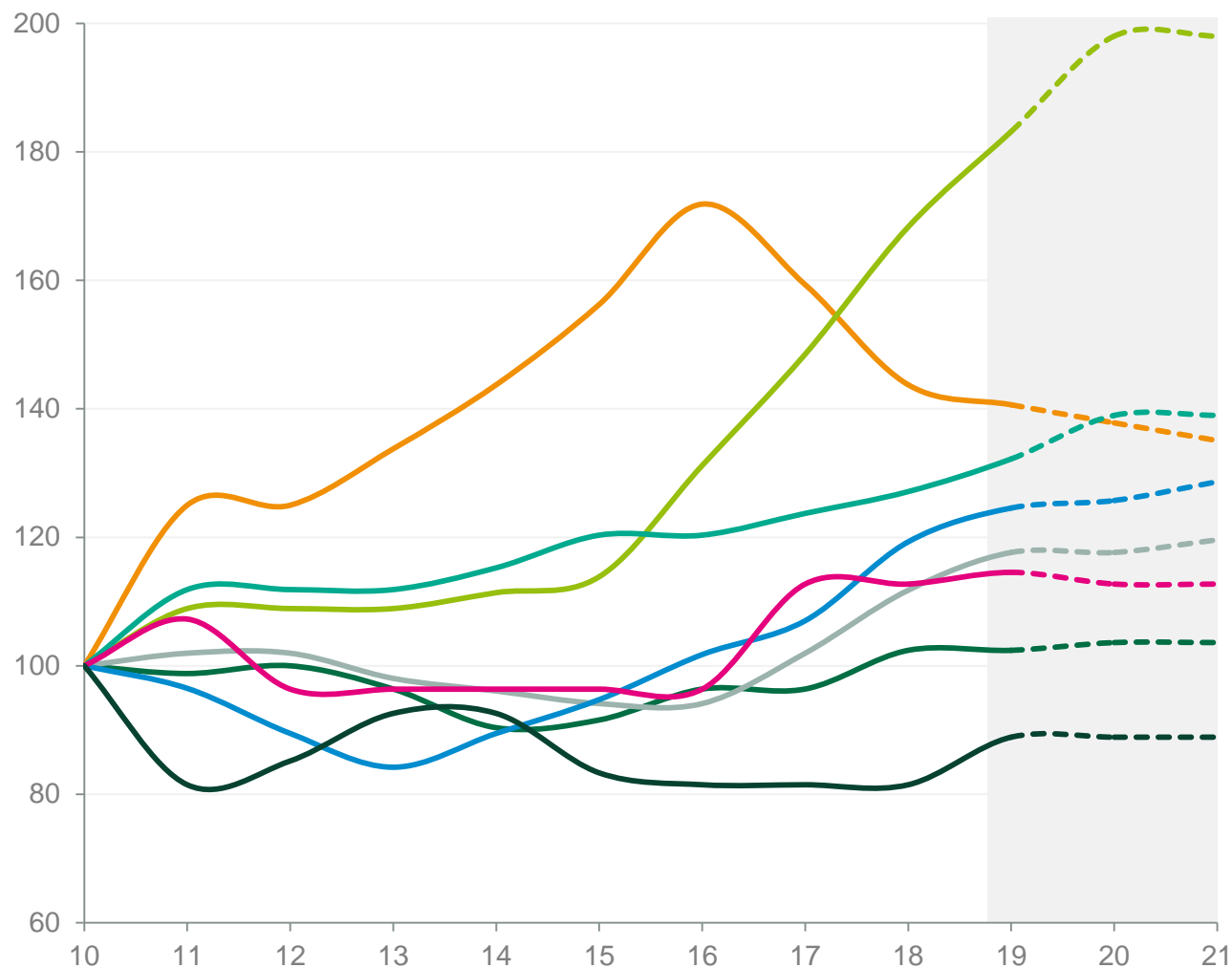


Source : BNP Paribas Real Estate.

Loyer « prime » des bureaux en Europe



Indice
(2010=100)



T2 2019

Berlin	444 €	
Munich	468 €	
London	1 385 € 1,211 £	
Madrid	426 €	
Milan	600 €	
Bruxelles	315 €	
Paris	850 €	
Varsovie	288 €	

Source : BNP Paribas Real Estate.

Évolution des loyers de bureaux dans Paris



HIER



Cœur Marais
Paris 03
Wework / Accor
550-570 €



Européa
Paris 10
GRDF
440 €



Paris Square
Paris 11
Publicis
450 €

AUJOURD'HUI



26 Calais
Paris 09
Deezer
660 €

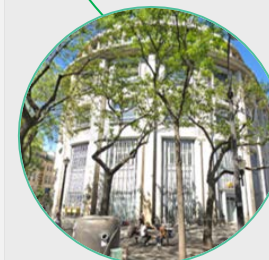


Gambetta Village
Paris 20
Publicis
450 €

DEMAIN



Morland
Paris 04
700 €



Bonne nouvelle
Paris 10
700 €



St Sabin
Paris 11
Blablacar
750 €

Source : BNP Paribas Real Estate.

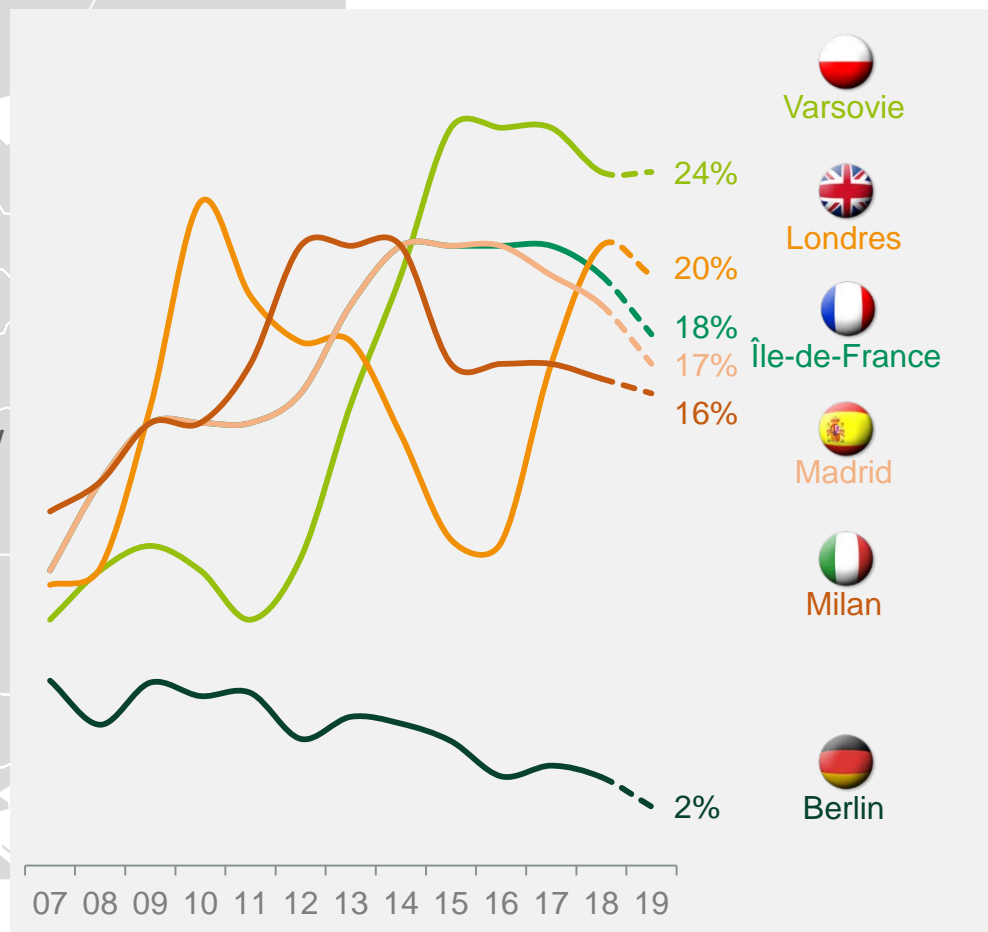
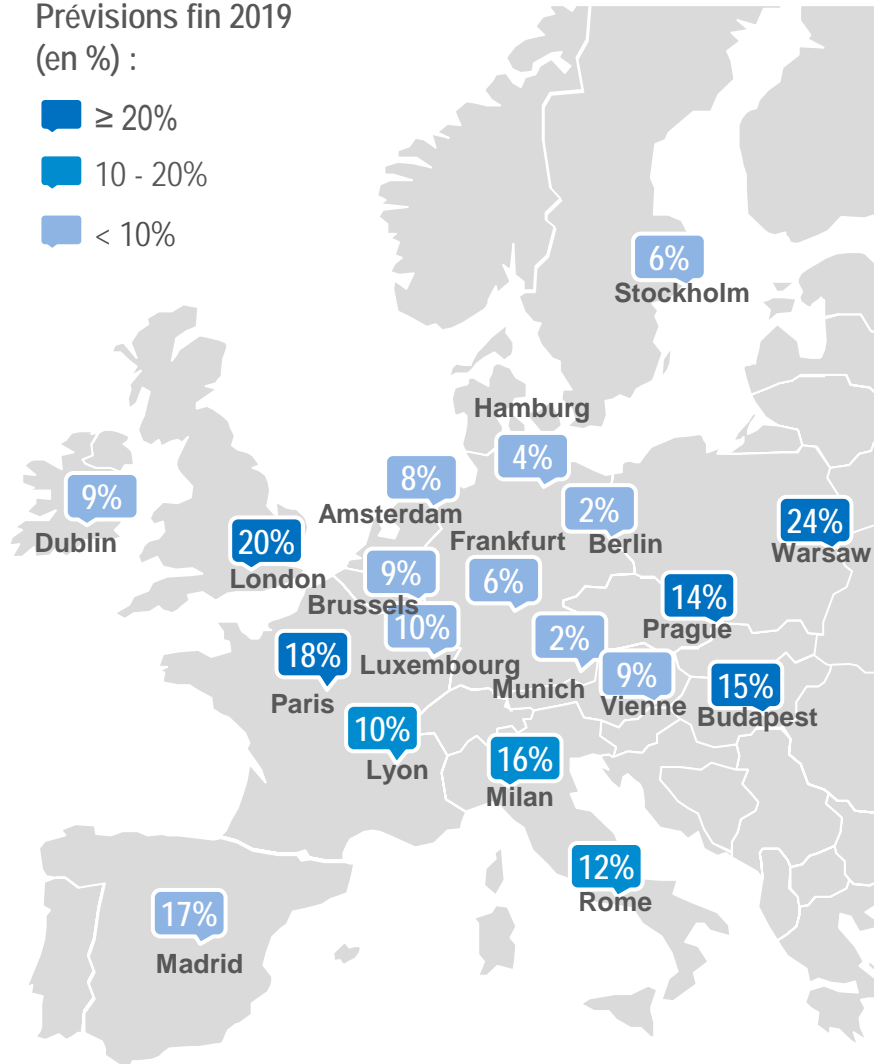
Mesures d'accompagnement des bureaux en Europe



Prévisions fin 2019

(en %) :

- ≥ 20%
- 10 - 20%
- < 10%

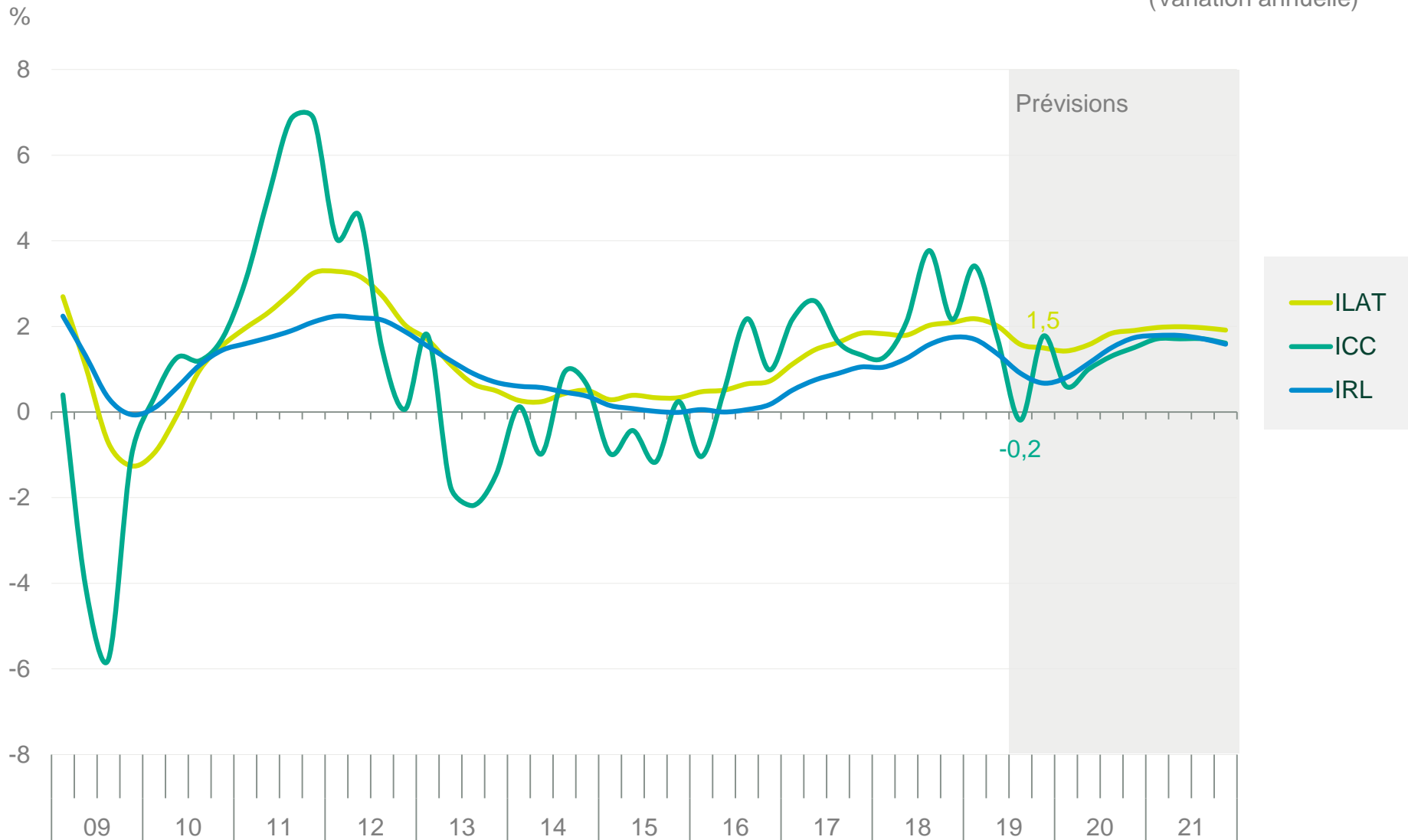


Source : BNP Paribas Real Estate.

Indices de révision des loyers : ILAT, ICC, IRL



(Variation annuelle)

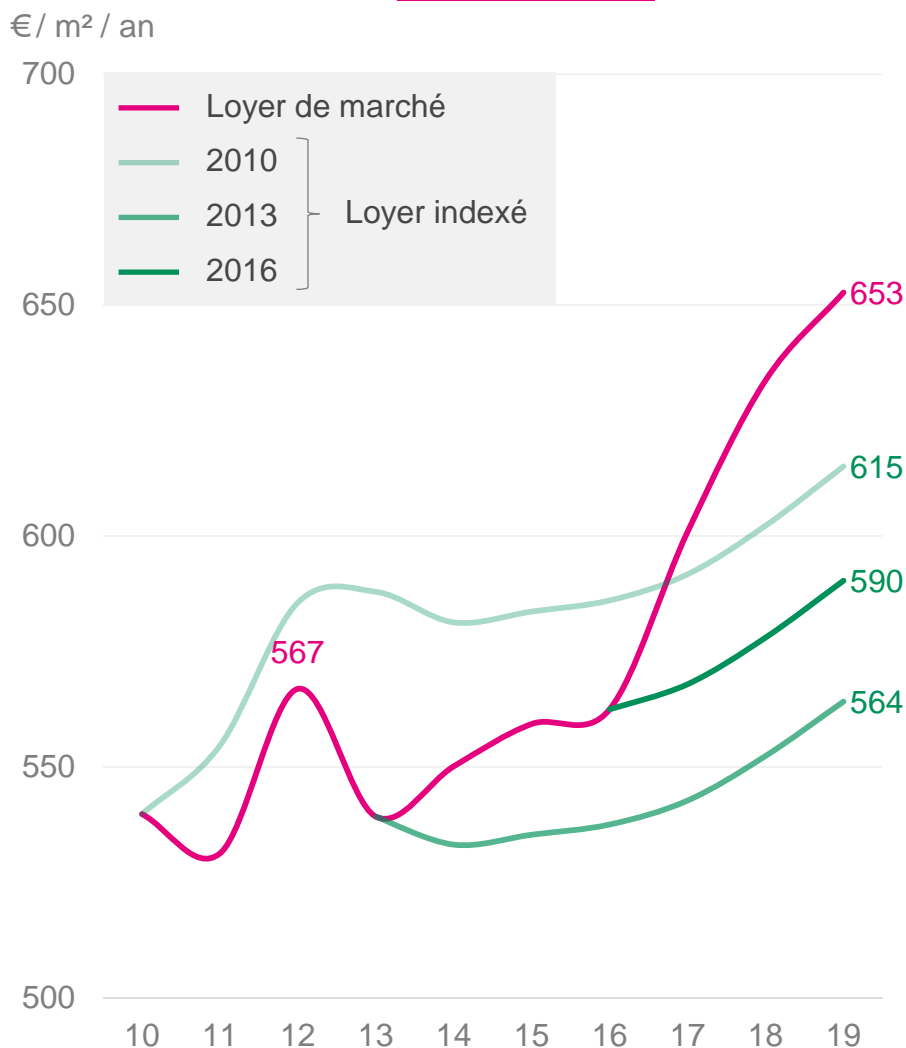


Source : BNP Paribas Real Estate, Insee.

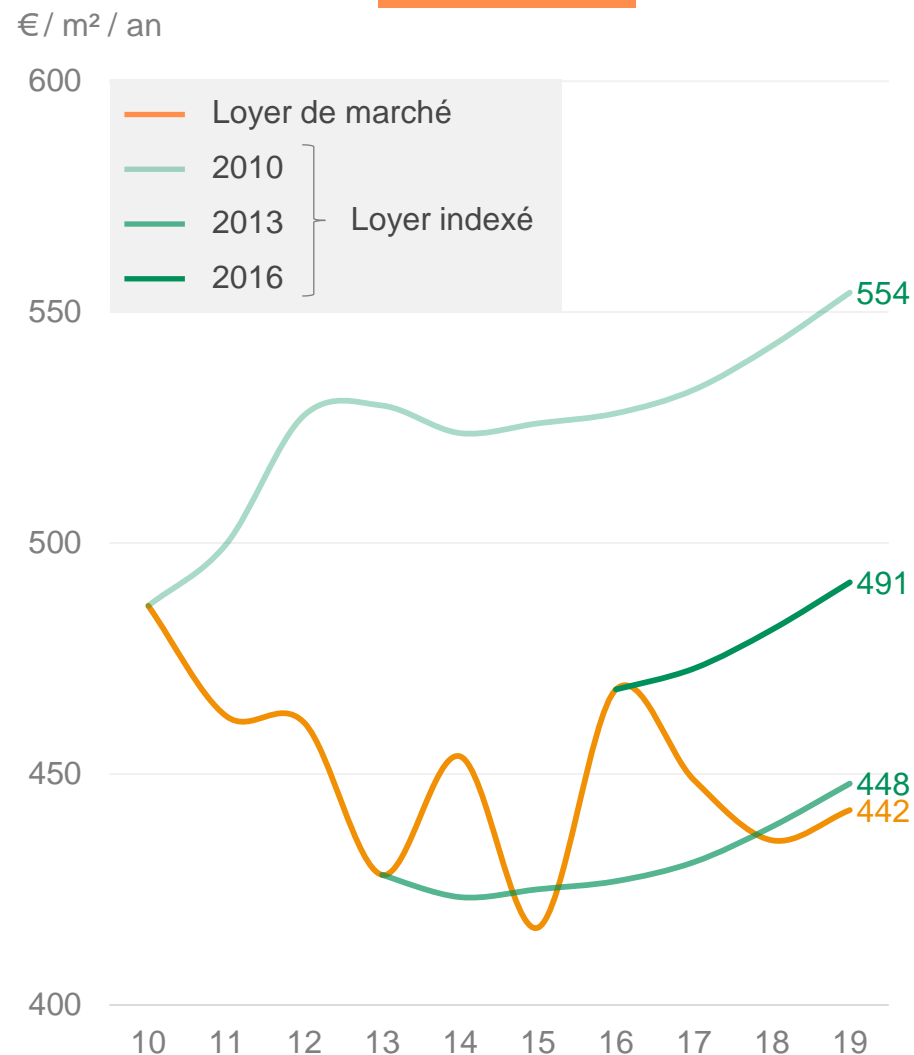
Bureaux Paris QCA & La Défense : Potentiel de réversion



Paris QCA



La Défense



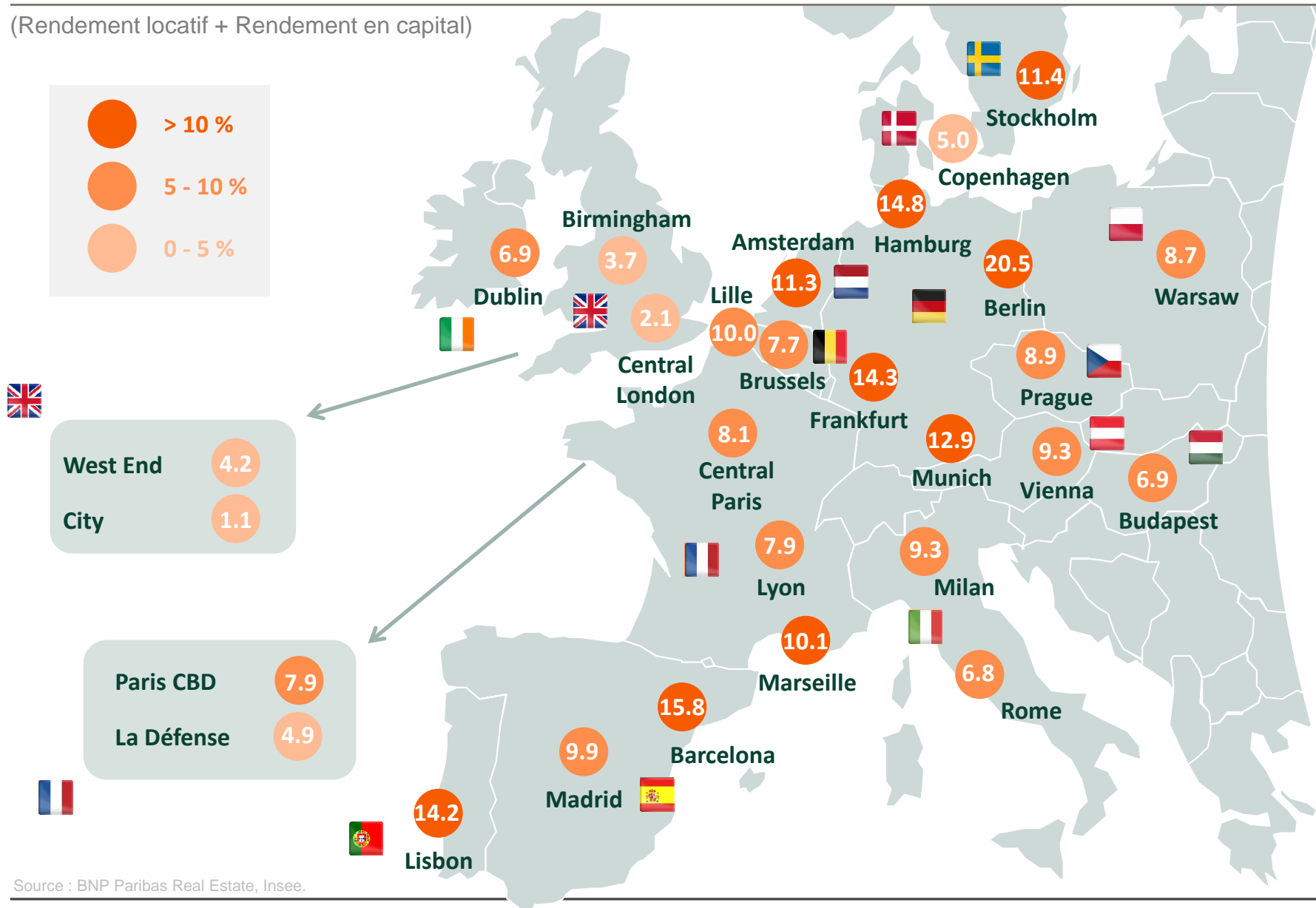
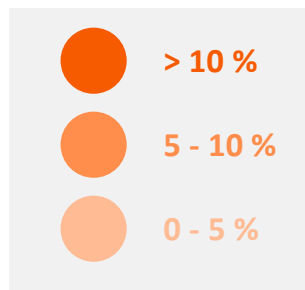
Source : BNP Paribas Real Estate, Insee.

Hypothèses d'indexation : ICC jusqu'en 2014 puis ILAT à partir de 2015.

Prévisions Bureaux Europe : Rendement global 2019



(Rendement locatif + Rendement en capital)

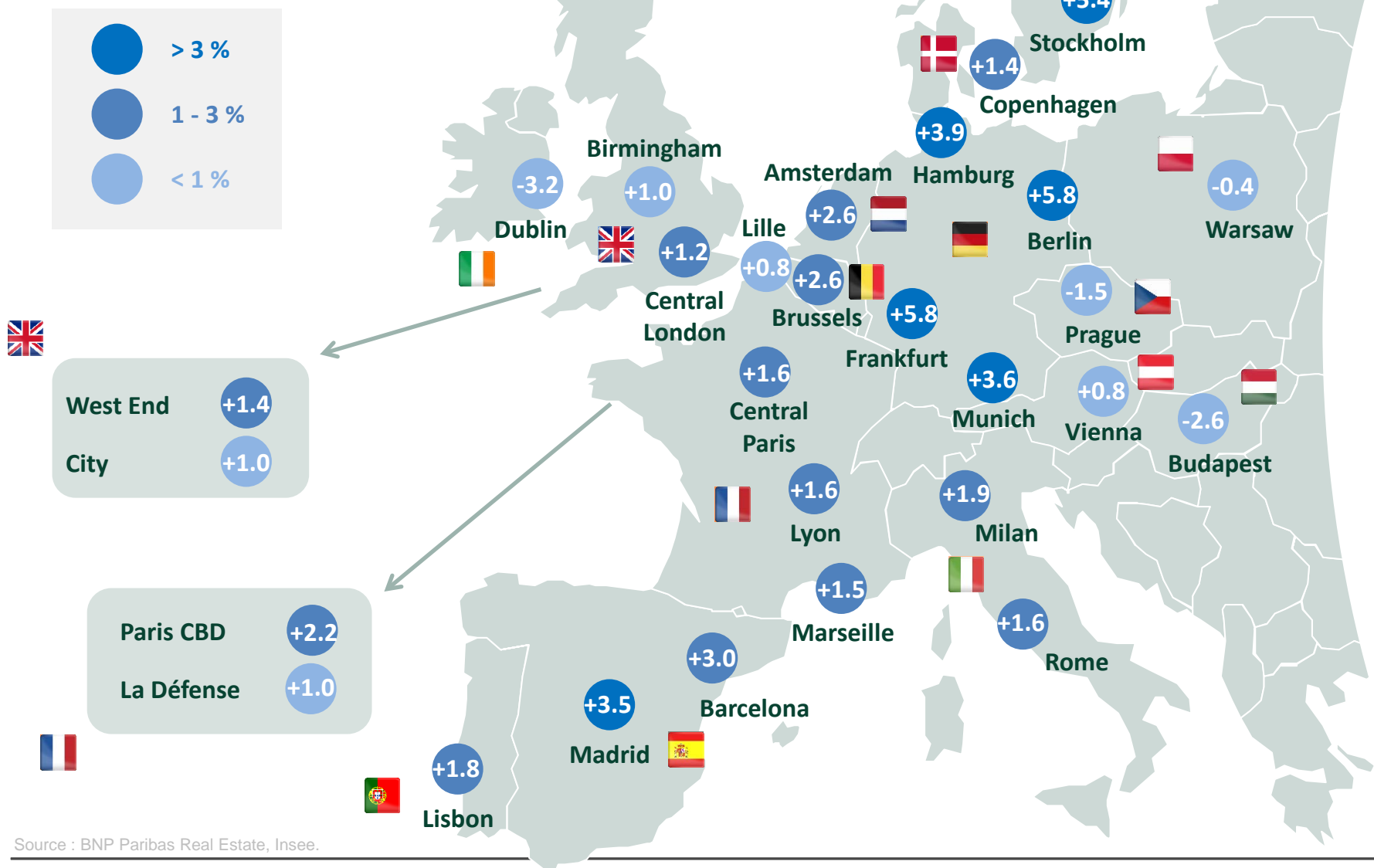


Source : BNP Paribas Real Estate, Insee.

Prévisions Bureaux Europe : Loyer moyen 2019-2023



(Croissance moyenne annuelle 2019-2023)



Source : BNP Paribas Real Estate, Insee.



**BNP PARIBAS
REAL ESTATE**

L'immobilier d'un monde qui change

Merci de votre attention

Vos questions ?



Les prochains rendez-vous de l'IEIF

Les réunions adhérents du jeudi matin

12 septembre 2019

L'investissement immobilier à impact social

Corinne Bertone, Directrice du Fonds de co-investissement, ANRU

Valérie Maréchal, Senior Fund Portfolio manager, Pôle Rési & Care, SLAM France

19 septembre 2019

Coworking : transformations sociétales, maturité des opérateurs.

Etat des lieux et perspectives

Baptiste Boughton, Cofondateur, NEONOMADE

Isabelle Clerc, Directeur de l'Immobilier de placement, AG2r LA MONDIALE

26 septembre 2019

Labels et certifications en immobilier : quelles perspectives ?

Patrick Nossent, Président, CERTIVEA

Deuxième intervenant en attente de confirmation



COLLOQUE 17 OCTOBRE 2019

QUEL IMMOBILIER DEMAIN ?

Ralentissement conjoncturel,
tensions géopolitiques,
transformations sociétales

Point de conjoncture économique et immobilier

Richard MALLE

Global Head of Research
BNP PARIBAS REAL ESTATE

Pierre SCHOEFFLER

Senior Advisor
IEIF

Réunion adhérents
5 septembre 2019