

## FLASH ANALYSE & PRÉVISION N°7

### Alerte au Covid-19 : conséquences pour l'immobilier

Béatrice Guedj et Pierre Schoeffler, Senior advisors, IEIF

Achévé de rédiger le 10 novembre 2020

#### Economie

Le retour du confinement en Europe durant l'automne en réponse à la deuxième vague de l'épidémie du Covid-19, avec les conséquences économiques qui s'en suivent, accentue la fracture entre les grandes zones économiques et monétaires. La croissance en Europe devrait chuter au 4<sup>ème</sup> trimestre, adoptant un profil en W, alors qu'elle continue d'être positive aux Etats-Unis avec un profil en marche d'escalier et d'être soutenue en Chine. Ceci ne fait que confirmer le diagnostic porté dans le Flash du 6 mai 2020. Malgré un taux de décès par habitant près du double de celui de l'Europe, dans le sillage d'une troisième vague, les Etats-Unis sont sortis de la logique du confinement strict et généralisé, préférant l'adoption massive du télétravail, et l'Asie, Chine en tête, n'a connu qu'une seule vague, enrayée depuis le deuxième trimestre grâce à des mesures sanitaires drastiques, fruit des leçons tirées lors des dernières épidémies qui ont atteint la région. La stratégie de *stop and go* adoptée par l'Europe est particulièrement néfaste pour la croissance potentielle à long terme car elle inhibe les agents économiques dans leurs décisions d'investissement et les incite à garder le maximum d'encaisses monétaires de précaution.

La fracture n'est pas seulement économique et monétaire ; elle est également technologique sur l'industrie digitale avec la formation de deux blocs qui divergent en termes d'interopérabilité et de systèmes : le bloc occidental comprenant les Etats-Unis, certains pays européens et asiatiques, et le bloc oriental comprenant la Chine, les autres pays européens et asiatiques, le Moyen-Orient et potentiellement la Russie. Comme un symbole du passage de l'économie de l'énergie à l'économie de la connaissance, la capitalisation des fabricants de semi-conducteurs dans le monde vient de dépasser celle de l'industrie pétrolière.

La seule fracture en train de se combler touche à la politique climatique entre l'Europe qui se montre bon élève en visant la neutralité carbone en 2050,

la Chine qui vient de lui emboîter le pas pour 2060 et les Etats-Unis qui devraient rejoindre les Accords de Paris avec l'élection du nouveau Président, Joe Biden.

Aux Etats-Unis, la victoire démocrate à la Présidentielle ne devrait pas changer fondamentalement la politique économique du pays. L'absence de *blue sweep* tranquillise les investisseurs dans la mesure où la politique économique sera menée au centre de l'échiquier politique, sans mesure radicale, comme une forte hausse des taux d'imposition qui pèserait sur l'investissement. Dans le contexte actuel de crise, le programme de dépenses budgétaires des démocrates est au contraire positivement perçu pour relancer l'économie américaine. En revanche, les marchés peuvent être déstabilisés par la période de transition très agitée que va potentiellement connaître le pays dans les deux prochains mois.

Le nouveau confinement décrété en France à partir du 30 octobre, en réponse à la deuxième vague de pandémie, impacte considérablement le rythme de la reprise économique qui passe d'un profil en escalier à un profil en W. La chute d'activité en novembre provoquée par ce deuxième confinement devrait être trois fois moindre que celle enregistré lors du premier confinement en avril. En conséquence, la note finale du Covid-19 sur la croissance économique française en 2020 ne devrait pas trop s'alourdir : peut-être 3 points de PIB en moins que la prévision initiale à - 9 %, avec une inflation nulle.

Le bouclier de protection apporté par les aides publiques reste pour le moment très efficace : d'avril à septembre, les inscriptions d'entrées en chômage ont chuté de 10 % par rapport à la même période de 2019 et les défaillances d'entreprises ont chuté de 28 %. Le rebond spectaculaire de 18 % de l'activité au troisième trimestre et la réactivité du marché de l'emploi, inhabituelle en France, sont néanmoins de bon augure pour espérer qu'il en sera de même lors du déconfinement début 2021.

## Mesures d'endiguement monétaires et fiscales

La BCE devrait annoncer en décembre un **renforcement des mesures de soutien monétaire**, vraisemblablement sous la forme de l'augmentation de l'enveloppe du *Pandemic Emergency Purchase Programme* qui pourrait être porté à l'équivalent de 20 % du PIB de la zone euro et de l'amplification des *Targeted Longer Term Refinancing Operations* III auprès des banques. La particularité de ces mécanismes est qu'ils s'affranchissent des règles de répartition des soutiens aux pays de la zone euro en fonction du poids des économies. Ils visent à maintenir l'intégrité de la zone monétaire et à inciter le système bancaire à prêter aux entreprises et aux ménages (hors prêt à l'acquisition de logements).

En France, **20 milliards d'aides publiques sont apportées pour faire face au coût du reconfinement pour l'économie**, essentiellement sous forme de subventions au travers du fonds de solidarité, et l'échéance de remboursement des prêts garantis par l'Etat est repoussée d'un an en 2022. Le tissu économique est en effet déjà très fragilisé et les prêts garantis ont déjà dégradé lourdement les bilans des entreprises. Ce montant d'aides correspond à environ un tiers des mesures de soutien public mises en jeu lors du premier confinement. La volonté de maintenir l'activité économique explique cette baisse de la mobilisation, mais cela traduit également des marges de manœuvre budgétaires plus limitées. Durant l'année 2020, les dépenses publiques vont représenter 64 % du PIB, entraînant un déficit budgétaire de 11 % du PIB et une dette publique portée à 120 % du PIB en fin d'année. **Les traces sur les comptes publics sont telles qu'aucune marge de manœuvre budgétaire n'existera plus lorsque l'urgence sanitaire disparaîtra.**

---

## Marchés financiers

**Les marchés d'actions européens n'ont finalement que peu décalé dans le sillage de la deuxième vague et sont rapidement revenus à leur niveau d'avant.** En revanche, ils ont réagi avec soulagement à l'élection américaine, marquant la fin de l'incertitude et de l'imprévisibilité créée par la personnalité du Président sortant en débouclant les couvertures sur les marchés dérivés.

Les taux d'emprunts d'Etat à 10 ans en zone euro se sont détendus légèrement depuis le retour du confinement. En revanche, le taux des *Treasuries* à 10 ans aux Etats-Unis se sont tendus de 25 points de base à 0,83 % dans les semaines précédant l'élection Présidentielle du 4 novembre.

## Marchés immobiliers

Avec la fin d'année qui approche, l'exercice de valorisation des actifs immobiliers s'annonce particulièrement difficile dans un marché en évolution rapide et soumis à des changements structurels de long terme. A quoi se raccrocher ?

**Au niveau des loyers**, les reports et abandons de loyer sont importants dans l'immobilier de commerces, un peu moins dans l'immobilier de bureaux où ils ne devraient pas dépasser globalement 15 % sur l'année. Simultanément, les indices d'indexation ILAT et ILC devraient baisser de quelques pourcents pendant quatre trimestres. L'allègement inéluctable du bouclier d'aides publiques à l'économie l'an prochain peut déboucher sur une vague de défaillances d'entreprise et une forte hausse de la prime de risque locatif.

**Au niveau des prix**, le taux de capitalisation des actifs les plus *core*, les bureaux Prime Paris QCA, ne semble pas connaître d'inflexion, comme d'ailleurs dans les autres grandes capitales européennes, avec toutefois un effet de hoquet. Les taux de capitalisation des marchés de bureaux plus périphériques ont décalé à la hausse de 20 à 50 points de base. **L'amplitude de la décompression est fonction de la combinaison entre l'offre disponible et la spécialisation des marchés** : les sous-marchés « fantômes », vulnérables au télétravail avec une vacance déjà élevée, sont fortement sanctionnés. Simultanément, l'indice de prix EPRA Bureaux Europe chute de 30 % sur l'année, correspondant à une baisse de 15 % de la valeur du patrimoine après correction de l'effet de levier financier, et l'indice EDHEC IEIF des SCPI investies en bureaux est à son niveau de début d'année. Dans l'immobilier de commerce, la décompression des taux de capitalisation est de 25 à 50 points de base sur le segment *high street*, plus du double en moyenne dans les localisations touristiques, et de 25 à 100 points de base sur le segment des centres commerciaux.

**Au niveau des volumes**, l'activité d'investissement sur l'immobilier d'entreprise est en baisse de 40 % par rapport à 2019. Cela correspond à la baisse de la collecte nette des SCPI investies en immobilier d'entreprise durant le troisième trimestre par rapport au même trimestre de l'année dernière. Les transactions en immobilier *core* sont favorisées ainsi que le résidentiel locatif. Cette baisse de l'activité se fait sans heurts : le marché secondaire des parts de SCPI fonctionne normalement avec un montant des parts en attente de cession aussi faible que l'an dernier. Les levées de fonds institutionnels sont en retrait d'un tiers par rapport à 2019, en partie à cause des incertitudes sur l'état réel du marché, mais également parce qu'elles sont souvent motivées par des stratégies de type *opportunistic*,

traditionnellement adoptées par moins d'acteurs, après la correction attendue de certains marchés.

C'est au niveau des perspectives de long terme que les difficultés de la valorisation commencent vraiment. La digitalisation à marche forcée dans le secteur des commerces et des bureaux, avec le développement contraint du e-commerce et du télétravail, fortement encouragé par les pouvoirs publics, va exiger un effort d'adaptation du marché immobilier aussi intense que celui exigé sur les travailleurs salariés et indépendants. La prime de risque d'obsolescence peut augmenter fortement sur les bâtiments présentant peu ou pas de flexibilité dans les usages, entraînant une vague de *stranded assets*.

Dans ce contexte, les stratégies immobilières des investisseurs institutionnels semblent converger vers une combinaison privilégiant les actifs core avec une exposition complémentaire de type *opportunistic*. Cette configuration, à la fois conservatrice et agressive, porte le nom de *barbell strategy* sur les marchés obligataires. Elle est typique des périodes où les erreurs de prédiction sont jugées importantes et les mesures de risque entachées d'erreur, ce qui rend périlleux d'être dans la moyenne de l'échelle des risques.

---

## Perspectives

L'espoir d'un vaccin se matérialise de jour en jour, permettant d'espérer la fin de la pandémie en 2021. L'annonce faite par Pfizer d'un vaccin efficace à 90 % a entraîné une violente rotation sectorielle sur les marchés d'actions avec un rebond spectaculaire des indices, mené en particulier par les entreprises de transport, d'aéronautique et les foncières de commerce et d'hôtellerie, s'accompagnant d'une pénalisation des entreprises tirant profit du confinement (Amazon, Nintendo, Zoom). Simultanément, le taux d'intérêt des *Treasuries* à 10 ans aux Etats-Unis est remonté brutalement de 10 points de base. Car s'il est justifié d'être parfaitement défensif, voire même de perdre de l'argent en termes réels, quand l'économie est maintenue artificiellement en réanimation, ce n'est plus le cas en configuration d'économie en bonne santé.

Evidemment, de nombreux soubresauts, voire retours en arrière, sont à attendre mais qu'en déduire pour le marché immobilier ? Que le core est trop demandé ? Que les primes de risque locatif et d'obsolescence mentionnées plus haut vont se détendre subitement ? Il est trop tôt pour le dire, le retour à un monde à nouveau ouvert ne sera pas le retour au monde d'avant. Même refermées, les cicatrices de la maladie demeureront dans les profonds changements de comportements en matière de consommation et de travail qu'elle a sublimé.



Béatrice Guedj  
Senior Advisor, IEIF



Pierre Schoeffler  
Senior Advisor, IEIF