

## FLASH ANALYSE & PRÉVISION N°6

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

Béatrice Guedj et Pierre Schoeffler, Senior advisors, IEIF

Achevé de rédiger le 22 octobre 2020

Le 11 juin dernier, nous avons publié le dernier numéro d'une série de cinq flashs consacrés aux conséquences de la crise du Covid-19 pour l'immobilier. Quatre mois après, l'épidémie est toujours là : la Chine et l'Asie en général sont hors d'affaires après n'avoir connu qu'une seule vague de pandémie, l'Europe entame sa deuxième vague et les Etats-Unis, leur troisième. L'arrivée de cette deuxième vague en Europe occasionne un renforcement des mesures sanitaires et vient brider le rebond d'activité attendu. Cela nous incite à reprendre l'exercice, espérons-le pour une période courte.

#### Économie

Le FMI vient de réviser légèrement à la hausse sa prévision de croissance mondiale pour 2020 à -4,4 % contre -5,2 % en juin, suivie d'un rebond plus limité en 2021 à 5,2 % contre 5,4 %. Après la période de confinement plus ou moins généralisé, la relance de l'économie est soutenue essentiellement par la consommation aux USA et par la production en Chine et en Europe. Lors de la crise financière globale de 2008, ce rôle de locomotive de la croissance par la consommation avait été joué par la Chine.

Pour le FMI, la croissance à plus long terme est hypothéquée par la langueur de la productivité, occasionnée par le manque de dynamisme de l'investissement des entreprises en capital physique en réponse à une demande en berne, la destruction de capital humain liée au chômage de masse et la montée des inégalités. L'originalité de la crise économique actuelle, forcée par les mesures sanitaires, se manifeste en effet par une profonde récession du secteur des services<sup>1</sup>, très largement pourvoyeurs d'emplois peu qualifiés pour une population déjà souvent vulnérable. La chute de l'offre de travail et l'accélération de l'obsolescence des compétences qui s'en suivent pèsent sur le rendement marginal du capital et

donc sur l'incitation à investir. Mécaniquement, cela conduira à une réduction de la productivité du travail, une multiplication des plans sociaux et un ralentissement durable de la progression des salaires.

La Chine est sortie de l'urgence sanitaire, et le rebond ordonné par les autorités à coups d'investissements publics est très visible dans la production industrielle qui a rattrapé son niveau et son rythme de croissance d'avant crise, boostée par une forte reprise des exportations, notamment d'équipements sanitaires et de matériel électronique. Les investissements dans la *Belt & Road Initiative* ont repris de plus belle en compensation des investissements aux Etats-Unis qui ont fortement chuté. Le PIB du pays est en progression de près de 5 % en glissement annuel au troisième trimestre ; seule la consommation des ménages reste quelque peu anémiée, probable écho des incertitudes qui demeurent sur la pandémie. Pour bien montrer que l'urgence sanitaire est passée au second plan, la Chine, responsable de près de 30 % des émissions de gaz à effet de serre, vient de dévoiler un plan ambitieux de neutralité carbone à horizon 2060. En plus d'accroître incidemment son influence géostratégique, ce plan permettrait aussi à la Chine d'atténuer son empreinte carbone et de s'adapter au changement climatique, faisant sienne la trajectoire socio-économique partagée prônée par les objectifs de développement durables des Nations-Unis<sup>2</sup>.

Aux Etats-Unis, le moteur de la consommation provient d'un soutien fiscal colossal au revenu des ménages. Ce soutien a porté le déficit budgétaire à 16 % du PIB, plus du double du précédent record enregistré durant la crise financière globale en 2009. Ce type de soutien ne peut être maintenu dans la durée, mais par son ampleur il a permis de bien ancrer la reprise économique. Cependant, le bilan particulièrement lourd de la crise sanitaire pèse sur une élection présidentielle chaotique avec une

<sup>1</sup> En Europe et aux USA, les indices Google de mobilité locale sont bloqués à 30 % en dessous de leur valeur de début d'année depuis le début du troisième trimestre, après un plus bas à -70 % en Europe et -50 % aux USA dans le courant du deuxième trimestre. Quant à la mobilité sur grande

distance en avion, elle est totalement déprimée à -70 % depuis le début du troisième trimestre après avoir frôlé -90 % au deuxième.

<sup>2</sup> Shared Socio-Economic Pathway n°1.

troisième vague de pandémie qui hypothèque l'avenir proche. De façon structurelle, la forte contraction de l'activité au deuxième trimestre a fracturé plus profondément la société américaine, excluant potentiellement pour longtemps les moins qualifiés du marché du travail puisque le chômage partiel comme outil de protection des salariés n'existe pas.

Le Royaume-Uni semble à la dérive. Alors même que les programmes d'urgence touchent à leur fin et qu'aucun programme de moyen terme n'est encore discuté, le débat se focalise sur la possibilité de hausses d'impôt dès l'année prochaine. Le déficit de la balance courante rend en effet le pays dépendant de financements extérieurs alors même que sa position sur les marchés de capitaux internationaux va se fragiliser dans le cas très plausible d'un échec des négociations avec l'Union européenne sur leurs relations commerciales post-Brexit, avec une nouvelle dépréciation de la livre sterling.

La zone euro connaît une reprise en marche d'escalier, ponctuée d'épisodes de contrôles sanitaires qui pourraient bien faire se contracter le PIB au dernier trimestre 2020. Simultanément, l'accouchement du plan de relance européen est laborieux et il ne distillerait de toute façon ses bénéfices que lentement : même si les actions sont engagées rapidement, les versements ne seront essentiellement effectués qu'en 2023 et 2024. Entretemps, la divergence de situation économique entre les pays de la zone s'accroît dangereusement entre ceux, très dépendants du secteur du tourisme, fortement affectés comme l'Espagne et ceux plus dépendants de l'industrie comme l'Allemagne. En revanche, le financement du plan ne devrait pas poser de problème, comme le montre l'engouement du marché pour les premières émissions de l'Union Européenne, renforçant la solidité de la monnaie unique.

L'ambitieux plan de relance français se heurte à la difficulté de déployer des mesures structurelles d'amélioration de la compétitivité à long terme quand les besoins de renflouement des activités sinistrées par les mesures sanitaires sont pressants. Le choc sur l'activité du deuxième trimestre apparaît un peu moins sévère qu'originellement anticipé et le rebond du troisième trimestre un peu plus marqué, mais le dernier trimestre devrait être très décevant, avec une activité sans croissance. Au final, la contraction escomptée du PIB pour 2020 oscillerait autour de - 10 %. Toutefois, de fortes contraintes sanitaires liées à une circulation intense du virus pourraient faire chuter la croissance de 16 % sur l'année, comme le suggère la Banque de France dans son bulletin de septembre.

En résumé, les clefs des performances économiques des pays dans cette période de crise résident dans leur degré de vulnérabilité, conséquence directe

de la répartition sectorielle de leur PIB, mais aussi dans leur capacité d'adaptation, dont le socle repose sur le degré de confiance des populations dans la gouvernance des autorités et les marges de manœuvre budgétaires. Le keynésianisme est clairement revenu sur le devant de la scène comme un moteur déterminant de la croissance, et plus uniquement de relance.

---

## Mesures d'endiguement monétaires et fiscales

Le sentiment général quasi légitime est que si le *Whatever it takes* de Mario Draghi en juillet 2012 semble tenir, le *Whatever it costs* d'Emmanuel Macron en mars 2020 commence à atteindre quelques limites, en dépit d'une impression un peu irréaliste que les ressources financières sont illimitées. Le support inconditionnel des administrations publiques à la perte de revenu liée aux mesures sanitaires connaît un certain essoufflement, encore timide mais bien réel. Les ménages qui ont constitué une forte épargne de précaution risquent d'être mis plus fortement à contribution dans la deuxième vague comparativement à la première.

De fait, les Etats émettent de la dette pour financer les mesures fiscales d'endiguement, laquelle dette est largement acquise par les Banques centrales qui émettent de la monnaie en contrepartie. La doctrine des taux d'intérêt zéro des Banques centrales n'est plus considérée comme une mesure d'urgence ou une aberration, elle est là pour durer. La Fed mène ainsi la danse avec un bilan en hausse de 85 % sur un an, suivi par la BCE dont le bilan a augmenté de 35 %. Il est à remarquer que le bilan de la Banque centrale chinoise ne progresse pas sur l'année, la Chine faisant le choix de ne pas monétiser la crise sanitaire. La masse monétaire croît donc très vite aux Etats-Unis et en Europe, tirant les leçons de la Grande Dépression de 1930 comme de la Crise Financière Globale de 2008. C'est unanimement reconnu comme une bonne chose pour soutenir l'économie. Mais il existe une différence significative entre de la dette et de la monnaie : la monnaie garde sa valeur tant que les agents privés lui accordent leur confiance, la dette publique peut être refinancée mais elle est destinée à être remboursée si la confiance des investisseurs disparaît. La Banque centrale fait en quelque sorte du portage financier tout en transformant les créances privées à son passif en créances publiques à son actif.

De là viennent les anticipations opposées entre deux camps : les investisseurs convaincus que cette mécanique produira beaucoup d'inflation à long terme versus ceux convaincus que la déflation est au bout du chemin. Les premiers pensent que la confiance dans la monnaie va faiblir, les seconds que la confiance dans la dette va faiblir (se conférer à l'encadré pour plus de développement à ce sujet).

## Marchés financiers

Sur les marchés d'actions et de crédit, jamais un tel écart de performance entre les secteurs n'avait été observé sur un temps aussi court. La pandémie a accéléré certaines tendances fondamentales déjà à l'œuvre de façon spectaculaire. Le digital, la santé, les entreprises engagées dans la transition énergétique vers une économie bas carbone sont les grands gagnants. Ce sont des entreprises dont le *cash-flow* n'est pas nécessairement élevé mais qui est en croissance sur le long terme et ceci se retrouve dans les valeurs avec une actualisation prenant en compte un taux sans risque à 0 %. Les grands perdants sont les entreprises dont le *cash-flow* est peut-être élevé mais stable, voire challengé à court terme comme dans le secteur de l'énergie.

De façon plus spécifique, alors que les marchés d'actions en Chine et aux Etats-Unis ont largement dépassé leur niveau de début d'année, les indices d'actions de la zone euro oscillent depuis le début du troisième trimestre autour d'une tendance 10 % en dessous. Les taux d'intérêt des emprunts d'état à 10 ans en zone euro continuent de baisser depuis cette même date, il n'y a plus guère que l'Italie et la Grèce pour offrir des rendements nettement positifs. Aux Etats-Unis, les taux des emprunts d'état à 10 ans restent stables autour de 0,70 % après leur chute brutale en fin de premier trimestre. Les taux d'intérêt de long terme ont partout perdu leur ancrage avec les anticipations d'inflation ou les faibles perspectives de croissance économique.

Le segment critique des marchés actuels est celui des obligations d'entreprise High Yield. Selon Moody's, le taux de défaut de ces obligations au niveau mondial a doublé de 3,2 % en début d'année à 6,4 % fin septembre. Il devrait atteindre 7,8 % fin 2020 et 8,4 % fin mars 2021 et selon la Banque des règlements internationaux, le nombre de faillites d'entreprises pourrait bondir de 20 % en 2021 par rapport à 2019.

---

## Marchés immobiliers

Le rendement en capital de l'indice MSCI France pour le premier semestre est de +0,7 % pour le segment de l'immobilier de service hors hôtellerie, - 0,3 % pour le segment industriel, - 0,6 % pour le segment des bureaux et - 3,4 % pour le segment des commerces. A fin août, l'indice EDHEC IEIF de prix des SCPI investies en immobilier d'entreprise est à son niveau de début d'année. L'écart des variations de prix sur la période entre les SCPI investies en Île-de-France et celles investies en Province est de 1 %. Il en est de même entre les SCPI investies en bureaux et celles investies en commerces. Jusqu'à cette date, le scénario rêvé que le marché immobilier pourrait enjamber la crise sans trop de dégâts

pouvait paraître crédible, même si l'immobilier coté envoyait un signal différent : la seconde vague d'automne le met à mal. Les investisseurs et le marché immobilier dans son ensemble devraient rester dans l'attente tant que la valorisation des actifs par les experts en fin d'année restera un point d'interrogation et cette valorisation dépend principalement des perspectives de développement de vaccins ou de traitement contre la maladie.

A mi-octobre, l'indice EPRA de prix du segment résidentiel de l'immobilier coté en Europe est 10 % au-dessus de son niveau de début d'année, le segment industriel 5 % au-dessus, le segment de l'immobilier de santé 15 % en dessous, celui des bureaux 30 % en dessous, le segment hôtellerie 50 % en dessous et le segment des commerces 65 % en dessous. Le marché résidentiel est en lévitation, le revenu des ménages a été globalement préservé mais le taux de chômage va continuer d'augmenter et finira par peser sur les prix. Sur le segment des bureaux, la capitalisation boursière de l'immobilier coté à fin 2019 était proche de l'actif net réévalué à cette date, la baisse de l'indice de prix reflète donc la création d'une décote de 30 %. Corrigée de l'effet de levier financier et considérant un taux de capitalisation moyen de 4 % sur le *Prime* en Europe, cette décote implique soit que les loyers ont baissé de 15 %, soit que le taux de capitalisation a augmenté de 60 points de base, soit quelque chose entre les deux.

Les indicateurs sur le marché physique des bureaux sont également mal orientés. En Île-de-France, la demande placée est en baisse de près de 50 % en glissement annuel sur les trois premiers trimestres, avec une accélération sur le troisième trimestre. L'investissement baisse également et se concentre sur les actifs *Core*, en particulier ceux bénéficiant de baux à long terme. Les actifs sont en effet très diversement impactés selon leur profil de risque, en particulier le risque locatif et le risque de marché.

Sur le risque locatif, il s'est passé quelque chose d'important durant le confinement du second trimestre en France : quasiment toutes les entreprises ont été soutenues par les mesures d'endiguement et un moratoire a été imposé sur l'obligation pour les entreprises de faire aveu de faillite dans les 45 jours suivant la cessation de paiement, une forme de couvercle posé sur l'économie. Qu'observe-t-on ? Durant le troisième trimestre, les faillites d'entreprise ont chuté de près de 30 % sur un an, correspondant à 15 000 entreprises de moins qu'en temps normal. Ces entreprises devraient normalement être qualifiées de « zombies » et disparaître rapidement, maintenant que le moratoire s'est terminé fin septembre. Le fait saillant est que la très grande majorité de ces entreprises sont des PME et des TPE.

Sur le risque de marché, la grande crainte est que le télétravail impacte durablement la demande placée, vienne contracter de façon structurelle l'absorption nette et *in fine* fasse baisser les loyers sur le moyen terme. Il est vrai que l'effet est mécanique et très perceptible, même dans des hypothèses peu agressives<sup>3</sup>. On imagine aisément que le télétravail peut significativement impacter des marchés de bureaux où le coût par poste de travail est élevé et où le recours au télétravail est peu développé. Mais le télétravail n'est pas qu'une question d'organisation physique du travail. S'il est durable, il vient impacter beaucoup d'autres choses : la question du management, celle de la culture d'entreprise, voire même la relation entre employeur et employé. Une vague d'*office bashing* à partir du télétravail, analogue au *retail bashing* qui a eu lieu à partir de l'e-commerce, tient plus de la finance comportementale que de l'analyse financière.

A l'inverse de la digitalisation, la métropolisation est une tendance fondamentale qui n'a pas été amplifiée par la crise, elle est même challengée : certaines métropoles apparaissent mieux armées que d'autres, en particulier celles où le transport quotidien entre les banlieues et le centre est relativement réduit. Mais l'histoire montre que l'urbanisation n'a pas été freinée, et s'est même accélérée, lors des pandémies des siècles passés.

## Perspectives

Le stop and go devrait rester de mise jusqu'à la découverte et la délivrance d'un vaccin. Les autorités avancent l'été 2021, soit parce qu'un calcul probabiliste sur l'occurrence de vaccins détermine cette date, soit parce qu'« il ne faut pas désespérer Billancourt » pour paraphraser Jean-Paul Sartre.

Accélérateur de tendances, révélateur des faibles et des forts, la Covid-19 bouscule les économies et les marchés. Les 7 000 milliards de dollars de PIB mondial perdus à fin 2021 selon l'OCDE devront être soldés car les mesures d'endiguement ne sont que

<sup>3</sup> En Île-de-France, une réduction des surfaces de 20 % par 10 % des baux venant à échéance chaque année ferait plus que compenser la progression sur longue période de l'absorption nette liée à l'augmentation de l'emploi de bureaux.

du portage. Qui va porter le fardeau ? En premier lieu et tout de suite les 500 millions de personnes qui ont perdu leur emploi, puis l'ensemble des ménages dans sa globalité avec une baisse de 10 % des revenus du travail dans le monde en 2020 selon l'OIT. Puis viendra l'euthanasie lente de l'épargnant avec le prolongement des taux réels négatifs, avant qu'une inflation galopante ne vienne faire payer tout le monde en réduisant la valeur nominale de la dette du portage. Beaucoup d'individus devront se réorienter, s'adapter, changer de métier, l'immobilier n'échappera pas à ce mouvement.

Finalement, face à la crainte d'un monde plus dur, plus inégalitaire, la transition climatique apparaît comme un relai de croissance durable et désirable.

A court terme, la déflation est beaucoup plus prégnante que l'inflation, mais pour une raison liée à l'équilibre entre offre et demande pas pour un problème de confiance. Sur le marché du travail, la hausse du chômage vient en effet contenir la progression des salaires, alors que le pouvoir de négociation salariale des syndicats est bridé par l'exigence première de sécurité sanitaire au travail. Sur le marché des biens et services, la demande qui cherche à s'exprimer est restreinte par l'absence d'offre dans beaucoup de secteurs.

A plus long terme, le cadre de l'équation quantitative de la monnaie, qui n'est autre qu'une égalité comptable, permet de comprendre les enjeux :  $M \times V = P \times Q$ , où M est la masse monétaire, V la vélocité de la monnaie, P le niveau des prix et Q le niveau de production. Si M augmente fortement, en supposant que V reste constant, P n'augmentera que si Q est saturé, c'est-à-dire en situation de plein emploi ou de pleine utilisation des capacités des entreprises. Ce n'est certainement pas le cas. Mais si V augmente aussi, ce qui correspond à une déthésaurisation, une fuite devant la monnaie en quelque sorte, alors P peut augmenter quand même. Inversement si V diminue car les ménages, inquiets du creusement des déficits budgétaires, gonflent leurs encaisses monétaires de précaution, P peut baisser sachant que Q est déjà très déprimé.



Béatrice Guedj  
Senior Advisor, IEIF



Pierre Schoeffler  
Senior Advisor, IEIF