

FLASH ANALYSE & PRÉVISION N°5

Covid-19 : conséquences pour l'économie et l'immobilier

Béatrice Guedj et Pierre Schoeffler, Senior advisors, IEIF

Achevé de rédiger le 11 juin 2020

Économie

Au fur et à mesure que se déroule le déconfinement, les perspectives économiques deviennent plus fiables. Selon la Banque de France, en prenant l'hypothèse de l'absence d'un retour de l'épidémie de Covid-19, la croissance économique en France devrait chuter de 10 % sur 2020, suivi d'un rebond de 7 % en 2021 et de 4 % en 2022, ramenant le niveau du PIB en volume fin 2022 au niveau de fin 2019. Parallèlement, d'après la Banque Mondiale, la croissance mondiale devrait fléchir de 5 % en 2020 pour repartir de 4 % en 2021.

L'année 2020 restera marquée par une perte de revenu national correspondant à deux mois de confinement de l'économie. Le partage de cette perte sera porté à hauteur de 60 % par les administrations publiques, alors que leur part du revenu dans un contexte normal est de 24 % : ceci traduit les transferts massifs mis en œuvre à destination des entreprises et des ménages, transferts qui porteront la dette publique de 100 % à 120 % du PIB. Les entreprises supporteront 24 % de la perte, alors que leur part dans un contexte normal est de 13 %, et les ménages seulement 15 % (40 % de cette perte provient de la baisse du revenu brut d'exploitation des entrepreneurs individuels), alors que leur part dans un contexte normal est de 60 %. Ce partage asymétrique est appelé à se réduire progressivement en 2021 et 2022 pour revenir à la normale.

La chute du PIB en 2020 est la conséquence d'une baisse de près de 10 % de la consommation des ménages et de 25 % de leur investissement, tandis que l'investissement des entreprises chute de près de 25 % également et la consommation publique reste stable. Les dégâts sur la situation des ménages se traduiront principalement par une destruction nette de plus de 550 milliers d'emplois, portant le taux de chômage au-dessus de 11 % et par contrecoup une stagnation de leur revenu disponible brut.

La reprise en 2021 reste conditionnelle à la baisse du taux d'épargne des ménages, qui est monté à

près de 30 % du revenu disponible durant la période de confinement, et à la reprise de l'investissement des entreprises. Les obstacles sont nombreux : taux de chômage élevé, limitations de l'offre et coûts liés aux restrictions sanitaires, faible taux d'utilisation des capacités, bilans dégradés par un besoin en fonds de roulement financé par emprunt. La réussite du plan de relance européen sera clé pour une sortie par le haut. A priori, il contient les bons ingrédients : la préférence pour les subventions par rapport aux prêts devrait permettre de renforcer les fonds propres des entreprises, l'angle de soutien sectoriel plutôt que national est un gage d'efficacité, la taille de l'ordre de 5 % du PIB de l'Union Européenne est à la hauteur de l'enjeu. Par son financement, il contient aussi un germe d'une solidarité budgétaire de type fédéral qui permet de consolider la construction européenne au-delà de la solidarité monétaire assurée par la BCE en zone euro.

L'inflation devrait rester très faible, proche de 0 %, avec la dégradation du marché de l'emploi et la baisse du prix des matières premières dans le monde et ceci malgré la hausse importante des prix de l'alimentation.

Cette description des agrégats économiques moyens cache une très forte disparité entre les acteurs, entreprises comme ménages. Cette disparité se retrouve également entre les pays et entre les grandes zones économiques. De façon générale, les plus fragiles financièrement sont pénalisés et les plus solides sortent renforcés.

Les agrégats cachent également la mécanique à l'œuvre au niveau des secteurs de l'économie. L'INSEE publie depuis le début du confinement une analyse régulière de l'activité et de la consommation qui permet de reconstituer le film. Il s'est déroulé peu ou prou partout de la même façon en Europe, en Chine ou aux USA.

Le premier plan est celui d'un plongeon instantané de 35 % de l'activité et de la consommation par rapport à la normale. Ce plongeon d'activité affecte surtout la construction (-90 %) et l'industrie (-50 %),

un peu moins les services marchands (- 35 %) et les services non marchands (- 15 %), à peine l'agriculture et les industries agro-alimentaires (- 5 %). La consommation suit l'activité, sauf en ce qui concerne l'agro-alimentaire qui se situe 5 % au-dessus de la normale.

Le deuxième plan est celui d'une hibernation, l'activité plonge encore plus profond, 50 % en dessous de la normale, alors que la consommation se redresse un peu sous l'effet d'une moindre baisse de la demande de produits industriels.

Puis vient le dégel avec le déconfinement : l'activité ne se situe plus que 30 % en dessous de la normale et la consommation repart à - 5 % en dessous de la normale. Dans l'activité, c'est l'industrie qui repart le plus fortement ainsi que les services non marchands qui reviennent à la normale, les services marchands restent englués à 15 % en dessous de la normale. Dans la consommation, les produits agro-alimentaires et industriels passent au-dessus de la normale, la demande de services reste 15 à 20 % inférieure à la normale. Tout ceci a une forte influence sur l'emploi et l'inflation.

Marchés financiers

Les marchés financiers ont dans l'ensemble réagi beaucoup moins violemment que lors de la crise Internet en 2001 ou de la crise financière globale en 2008. Le *bear market* sur les actions a duré trois semaines en mars-avril, celui suivant la crise Internet a duré quatre ans et celui suivant la crise financière globale deux ans et demi. À ne considérer qu'eux, on aurait du mal à imaginer le *tsunami* économique en cours. Pourtant, ils sont passés par une période d'extrême stress de liquidité, notamment sur le marché monétaire, qui a motivé une intervention d'urgence de la BCE avec le lancement du *Pandemic Emergency Purchase Programme*.

Sur les marchés d'actions, les indices chinois CSI 300 et US S&P 500 sont revenus à leur niveau de début d'année et l'indice Europe STOXX 600 est à peine 11 % inférieur après avoir plongé de 30 %. Mais ces rebonds des indices sont trompeurs car la composition des indices a profondément changé : les secteurs de la technologie et de la santé ont nettement progressé, les secteurs du tourisme et des transports ont fortement reculé.

Il en est de même sur le marché des dettes souveraines : le taux des emprunts d'Etat à 10 ans en France et en Allemagne se situe quasiment au niveau du début d'année, le taux des US Treasuries est 110 points de base en dessous. C'est évidemment une des explications de la bonne tenue des actifs risqués.

Sur le marché des obligations d'entreprise en Europe, le taux des obligations BBB progresse de 70 points de base en Europe et celui des obligations *High Yield* de 210 points de base. La progression était deux fois supérieure fin avril : le stress s'est estompé depuis, mais là encore, les différences sectorielles sont très importantes.

Sur les actifs alternatifs, l'indice *Hedge Funds Global* est en baisse de 7 %, l'or gagne 14 %. Incontestablement quand les marchés sont très secoués, ils deviennent difficiles à arbitrer et l'incertitude profite à l'or, qui joue le rôle de réserve de valeur d'autant plus facilement qu'aucune grande devise aujourd'hui ne porte d'intérêt, voire porte un taux réel négatif.

Mesures d'endiguement monétaires et fiscales

Que ce soit en Europe, aux USA ou au Japon, le schéma est le même : les Etats supportent les revenus des agents privés sous forme de prêts et de subventions et se financent à taux zéro de façon permanente auprès des banques centrales. La transmission des politiques monétaires accommodantes est pour le coup très efficace, beaucoup plus que lorsqu'elle passait par le système bancaire. Alimentées par les dépôts à vue des agents privés, la croissance des masses monétaires accélère fortement un peu partout : près de 10 % en rythme annuel en mai en zone euro, le double aux USA, c'est beaucoup pour des économies en récession. Cette liquidité est certes une condition nécessaire pour un redémarrage de la demande, mais elle peut aussi alimenter une épargne de précaution investie sur les actifs financiers et immobiliers.

Le calibrage des mesures d'endiguement, correspondant grosso modo à 20 % du PIB mondial, apparaît en effet bien dimensionné pour faire face au déficit mondial de croissance de l'ordre de 5 % en 2020. Il y a en effet un large double comptage entre les mesures fiscales et les mesures monétaires. Dans certains pays, ce calibrage apparaît tout de même surdimensionné : plus de 40 % du PIB aux USA, 30 % en zone euro ou au Japon contre seulement 15 % en Chine. Avec ces niveaux de stimulus, on ne peut pas exclure l'hypothèse d'une sur-réaction de l'économie par la demande.

Marchés immobiliers

La chute du PIB en volume et la faiblesse de l'inflation vont avoir un impact direct sur l'indexation des loyers tertiaires : l'ILAT pourrait baisser de plus de 4 % en 2020 et l'ILC de plus de 5 %, suivi d'une reprise de 1,5 % en 2021 et 2022. L'effet de ces ajustements sur les valorisations réalisées à

partir d'actualisation de revenus locatifs est faible, inférieur à 1 %. Cette approche mécanique doit être complétée par l'analyse des taux de vacance et des renégociations de loyer à la lumière de ce qui s'est passé sectoriellement sur les marchés financiers : la dispersion du niveau de risque locatif a fortement augmenté selon l'activité et la qualité des entreprises locataires.

Au Royaume-Uni, seul pays disposant d'un indice mensuel d'immobilier direct publié par MSCI, le rendement en capital de l'ensemble des segments immobiliers s'inscrit en recul de 4 % pour les mois de mars et d'avril. Le recul est de 1 % pour le segment résidentiel, 2 % pour le segment industriel, 3 % pour le segment des bureaux, 6 % pour le segment hôtellerie et 8 % pour le segment des commerces. Cette hiérarchie des performances entre les segments immobiliers se retrouve amplifiée sur l'immobilier coté en Europe. L'indice de prix du segment résidentiel est revenu à son niveau de début d'année, le segment industriel est 7 % en dessous, le segment des bureaux 25 % en dessous, le segment hôtellerie 40 % en dessous et le segment des commerces 45 % en dessous. Tous ces segments sont progressivement revenus de profonds plongeons : - 25 % pour le résidentiel, - 30 % pour l'industriel, - 40 % pour les bureaux, - 80 % pour l'hôtellerie, - 60 % pour les commerces.

Perspectives

L'exceptionnelle violence du choc provoqué par le confinement de près de la moitié de l'humanité durant deux mois rend toute perspective incertaine car il n'est pas possible de se raccrocher à un épisode comparable ou commensurable pour en tirer une modélisation. Se rajoute l'amplification extrême des politiques monétaires accommodantes qui, en elle-même, constituaient déjà une terra incognita depuis le début de leur mise en œuvre en 2009 aux USA pour les économistes et les financiers. Un fil rouge relie néanmoins tous les scénarios que l'on

peut ébaucher : celui de la nécessaire confiance des ménages dans l'économie, les institutions et la monnaie.

La crise va révéler, accélérer ou modifier de nombreux comportements qui vont toucher l'usage des bureaux, des commerces et des logements. Ceci va impacter l'investissement immobilier dans ses fondements et dans sa valorisation. Il faudra attendre quelques mois pour en tirer des leçons pérennes sur l'équilibre entre l'offre et la demande locative, ainsi que sur les primes de risque d'obsolescence et de liquidité exigées par les investisseurs. Au-delà de l'immobilier, les effets de la crise bousculent les attitudes politiques et sociales les plus rigides. Il y a eu crise car il y a eu préférence pour la solidarité par rapport à l'économie et ceci se traduit notamment dans la politique européenne.

D'origine sanitaire, la crise a aussi permis de comprendre certains aspects du défi climatique. De tous les critères ESG, le climat est le plus critique car si la terre devient inhabitable, les considérations sur l'inégalité des revenus et la bonne gouvernance seront sans objet. Maintenir un réchauffement de la planète en dessous de 1,5°C suppose une baisse de 8 % par an des émissions mondiales de gaz à effet de serre. Or chaque année sur la dernière décennie, ces émissions ont progressé de 1 %. Seule l'année 2020 verra les émissions baisser de 8 % avec les conséquences que l'on voit. L'ampleur du changement nécessaire de logiciel économique vers des technologies bas carbone prend ainsi un relief bien particulier.

Ce flash Covid-19 est le dernier d'une série de cinq publications initiée le 9 mars. Au cours de ces semaines, nous avons eu humblement le souci de faire partager nos intuitions et nos réflexions avec tout le recul possible pour appréhender la réalité d'un événement absolument unique à ce jour dans l'histoire économique, en espérant ne pas avoir à refaire l'exercice...



*Béatrice Guedj,
Senior Advisor, IEIF*



*Pierre Schoeffler,
Senior Advisor, IEIF*