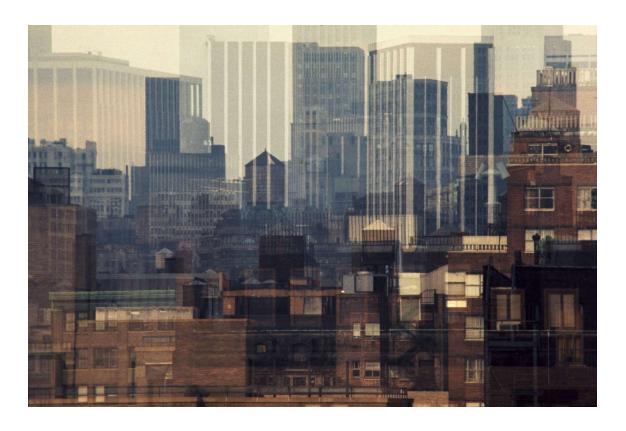
COVID-19: QUEL AVENIR A PLUS OU MOINS LONG TERME POUR LE MARCHE IMMOBILIER?

30 Septembre 2020



Florent Brones - Chief Investment Officer

Maxime Jouret - Global Head of Real Estate

EN UN MOT:

La pandémie actuelle et ses conséquences économiques et sociales impacteront sans aucun doute l'immobilier en tant que classe d'actifs. Ce cycle immobilier de correction devrait néanmoins être court, grâce aux différentes politiques de relance, à la faiblesse des taux d'intérêt long terme et également parce que le secteur n'a pas connu d'excès avant le début de la crise, comme par exemple au niveau de l'endettement ou des mises en chantier. Des changements structurels, liés notamment au télétravail et au e-commerce, accélérés par la situation sanitaire, transformeront aussi certains pans de l'immobilier, comme dans le secteur du bureau ou du commerce. D'autres secteurs devraient certainement en profiter comme la logistique ou le résidentiel.



Le secteur de l'immobilier face à une récession globale

La pandémie de la Covid-19 et le confinement généralisé qu'elle a impliqué, se traduisent par une exceptionnelle récession globale. Exceptionnelle quant à sa brutalité: les économies se sont arrêtées soudainement, quasiment du jour au lendemain. Exceptionnelle aussi quant à son ampleur, car certains secteurs des services comme l'hôtellerie, la restauration ou le voyage qui, dans les récessions passées jouaient un rôle d'amortisseur, ont cette fois-ci, par leur arrêt, amplifié cette contraction de l'activité.

Pour l'avenir notre scénario est une reprise en forme de U (voir tableau ci-après). Nous avons vu cette reprise se matérialiser dès que les mesures de confinement se sont arrêtées, pour s'amplifier au second semestre 2020. La date varie donc selon les pays, l'Asie étant en avance dans la crise sanitaire, dans le confinement et dans la reprise. Nous voyons cette dernière se poursuivre en 2021, grâce aux exceptionnelles mesures de relance prises par les banques centrales et par les gouvernements. Jamais les outils de politiques économiques n'auront été utilisés aussi massivement en temps de paix et ce par tous les pays de monde.

TABLEAU CROISSANCE ECONOMIQUE 2020 ET 2021

	BNP Paribas Prévisions			Révisions de prévisions (%)	
Croissance du PIB	2019	2020	2021	2020	2021
Global					
États-Unis	2.2	-4.2	4.2	0.7	-0.6
Japon	0.7	-5.4	1.2	-0.6	-0.9
Royaume-Uni	1.5	-9.7	6.9	-0.6	1.6
Zone euro	1.3	-8	5.2	1	-0.6
Allemagne	0.6	-5.6	4.7	0	-0.6
France	1.5	-9.8	6.8	1.3	0.9
Italie	0.3	-10	5.3	2.1	-0.8
Emergents					
Chine	6.1	2.5	7.5	0	-0.6
Inde*	4.2	-11.4	9.6	-6.7	0.1
Brésil	1.1	-5	3	2	-1
Russie	1.3	-5	3.1	1.5	-0.4

Source: BNP Paribas (Septembre 2020)



^{*} Fiscal year beginning April

Nos hypothèses sur l'évolution de la pandémie sont modérées: nous ne prévoyons pas de seconde vague massive car nous pensons que les autorités sanitaires savent désormais gérer les foyers d'infection locaux, sans entrainer un nouveau confinement général. Cependant, nous ne prévoyons pas non plus de vaccin ou médicament totalement efficace avant 2021/2022. Nous devrons donc continuer à vivre avec la Covid-19.

Face à une telle conjoncture, le secteur de l'immobilier ne sera pas immunisé. Les récessions précédentes ont toujours eu un impact sur l'immobilier en tant que classe d'actifs. La hausse du chômage et des taux de défaut des entreprises auront un impact net sur le montant des loyers dans le résidentiel ou dans l'immobilier d'entreprise. Par conséquent les rendements locatifs devraient mécaniquement baisser. L'impact sur la valorisation des actifs immobiliers sera à priori négatif mais difficile à évaluer avec certitude car dépendant d'autres facteurs.

Un cycle immobilier court

Dans une approche globale, sur les 40 dernières années, l'immobilier a connu 4 cycles baissiers :

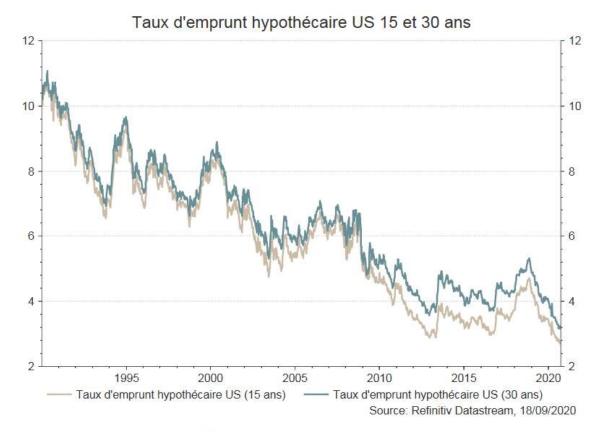
- Deux cycles longs pluriannuels (un premier au début des années 90 et un deuxième post grande crise financière de 2008/2009)
- Deux cycles courts (crise asiatique de 1998 et éclatement de la bulle technologique en 2001)

La gravité de la crise en cours militerait a priori pour une récession dure dans l'immobilier. Il faudra en effet surveiller la montée du chômage et l'ampleur de la hausse des taux de défaut, deux éléments que les politiques économiques de relance cherchent actuellement à limiter autant que possible.

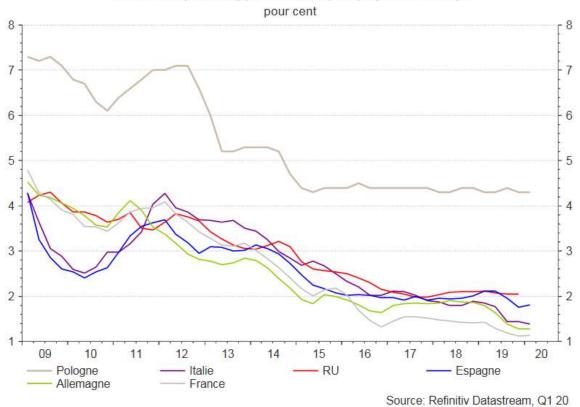
Néanmoins, nous pensons que **ce cycle immobilier sera en fait court pour deux raisons essentielles** :

D'une part les taux d'intérêt sont très bas et le resteront. Les interventions des banques centrales - via leurs achats d'obligations sur les marchés - et les pressions déflationnistes existantes laissent à penser que le coût du capital va rester faible. Les taux réels sont négatifs, même pour les échéances longues comme on peut le voir sur les graphiques ci-dessous. Les taux de financement de l'immobilier, à 25 ou 30 ans selon les pays, sont sur des plus bas historiques. C'est bien sûr un facteur de soutien très puissant pour la classe d'actifs immobiliers.





Taux d'emprunt hypothécaire par pays en Europe



D'autre part, les cycles longs sont traditionnellement précédés d'excès propres aux marchés immobiliers. Or, dans les années récentes, ces excès n'ont pas été



constatés. En effet, l'offre nouvelle d'actifs immobiliers n'a pas été exubérante et les autorités ont limité son développement (baisse du nombre de permis de construire en 2019 par exemple en France). De plus, avant la crise Covid-19, les taux de vacance ont été globalement faibles, notamment pour le secteur des bureaux. Enfin, les taux de levier sont aujourd'hui proches des moyennes historiques. Pour rappel, les niveaux de levier étaient très élevés au début des années 1990 et en 2007 avant la Grande Crise Financière. Ils ont été l'une des causes majeures de la dureté du cycle immobilier dans ces deux cas.

La crise de la Covid-19 amplifiera des changements structurels déjà amorcés

Au-delà de l'impact négatif à court terme de cette récession, il est probable que certains changements en cours soient durables et aient un impact non négligeable sur différents segments du marché immobilier. Cependant, ces tendances ne seront pas réparties de manière égale. Le marché est devenu, récemment, beaucoup plus granulaire qu'il ne l'était auparavant. Le logement, le commerce, la logistique, l'hôtellerie ou encore les bureaux ont tous évolué différemment au cours des derniers mois. Ce phénomène est en réalité plus ancien que la Covid-19, mais la situation pandémique a fortement accru cette dé-corrélation.

Le logement, tout d'abord, a fait preuve d'une remarquable résilience dans le contexte actuel. À plus long terme, cette sous-classe d'actifs immobilier bénéficiera, sans aucun doute, de facteurs structurels favorables, en raison des tendances démographiques aujourd'hui constatées. Une sorte de valeur refuge, d'une certaine manière.

En ce qui concerne le commerce, la situation est en revanche beaucoup plus difficile à court terme bien sûr, mais aussi à long terme. Les mesures de confinement et de distanciation sociale ont sans surprise conduit à des magasins et centres commerciaux désertés. La transition dans le modèle de la distribution ne fait que commencer. C'est probablement le seul secteur immobilier sur lequel nous sommes très prudents.

Pour la logistique, ce secteur a été et demeure aujourd'hui porté par l'accroissement du commerce électronique et ce dans toutes les régions du monde. La logistique devrait donc être, à l'avenir, l'un des segments immobiliers les plus porteurs.

Quant à l'hôtellerie, ce segment a été, avec le commerce, l'un des plus durement touchés par le Coronavirus. Néanmoins nous restons confiants et positifs, quant aux tendances de long terme qui animent ce secteur et celui des loisirs. Il nous faudra en revanche du temps pour revenir à ce que nous considérons comme une situation « normale ». Probablement pas avant 2022 voire 2023.

En ce qui concerne les bureaux, la situation n'est pas facile à analyser. Si davantage de travail à domicile se traduira bien sûr par une réduction des surfaces de bureaux nécessaires, il faudra en revanche davantage d'espaces de qualité, avec des aménagements intérieurs repensés et des technologies de communication renforcées. De nombreux bureaux devront donc être transformés, rénovés voire restructurés. Ces défis seront autant d'opportunités.



ANALYSE DE L'IMPACT DE LA COVID-19 SUR LES SOUS-SEGMENTS DE L'IMMOBILIER



Enfin, une autre tendance lourde et transversale à l'ensemble des types de biens immobiliers sera l'attention portée par les autorités, mais également par les propriétaires et les locataires, au respect des critères environnementaux des immeubles à construire ou à rénover. Ça signifie davantage d'isolation et de contenu technologique dans les prochaines constructions.

Quelle position adopter en tant qu'investisseur?

Notre conviction reste donc inchangée en matière immobilière.

Bien que nous ayons des raisons de conseiller la prudence à court terme, nous pensons que l'immobilier bénéficiera, à plus long terme, des mesures de relance et de fondamentaux solides qui créeront, indéniablement, de la valeur pour les investisseurs.

En raison de la dispersion de performances attendue entre les différents sous-secteurs de l'immobilier, nous pensons qu'il est crucial d'adopter une stratégie d'investissement diversifiée et de long terme. Il est surtout primordial de s'associer aux meilleurs gérants immobiliers pour bénéficier de leur expertise et obtenir la meilleure exposition possible à cette classe d'actifs, au travers de fonds d'investissement.

L'immobilier est central dans l'allocation d'actifs des clients privés et le restera. L'enjeu dans le contexte actuel est donc d'aider nos clients à se positionner, de manière agile, sur les secteurs porteurs qui dans les années à venir créeront de la valeur pour les investisseurs.





NOTRE ÉQUIPE DE STRATÉGISTES

France

Florent BRONES Chief Investment Officer

Asie

Prashant BHAYANIChief Investment Officer, Asia

Grace TAM

Chief Investment Advisor, Asia

Belgique

Philippe GIJSELS Chief Investment Advisor

Xavier TIMMERMANS
Senior Investment Strategy, PRB

... c----

Alain GERARD Senior Investment Advisor, Equities

Pol TANSENS

Head of Real Estate Strategy

Luxembourg

Guy ERTZ

Chief Investment Advisor

Edouard DESBONNETS

Investment Advisor, Fixed Income

Suisse

Roger KELLER

Chief Investment Officer

AVERTISSEMENT

Le présent document marketing est communiqué par le Métier Wealth Management de BNP Paribas, Société Anonyme française au capital de $\bar{2}$.499.597.122 Euros, Siège Social 16 bd des Italiens 75009 Paris - France, immatriculée au RCS Paris sous le numéro 662 042 449, agréée en France en tant que banque auprès de l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de résolution (ACPR) et réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF). En tant que document marketing, il n'a pas été produit conformément aux contraintes réglementaires visant à assurer l'indépendance de la recherche en investissement et n'est pas soumis à l'interdiction de transaction préalable à sa diffusion. Il n'a pas été soumis à l'AMF ou à une autre autorité de marché. Ce document est confidentiel et destiné uniquement à une utilisation par BNP Paribas SA, BNP Paribas Wealth Management SA et les sociétés de leur groupe (« BNP Paribas ») et les personnes à qui ce document est délivré. Il ne peut pas être distribué, publié, reproduit ou révélé par leurs destinataires à d'autres personnes ou faire l'objet de référence dans un autre document sans le consentement préalable de BNP Paribas.

Ce document est fourni uniquement à titre d'information et ne constitue en aucun cas une offre ou une sollicitation dans un Etat ou une juridiction dans lequel une telle offre ou sollicitation n'est pas autorisée, ou auprès de personnes envers lesquelles une telle offre, sollicitation ou vente, est illégale. Il n'est pas, et ne doit en aucune circonstance être considéré comme un prospectus. Bien que les informations fournies aient été obtenues de sources publiques ou non publiques pouvant être considérées comme fiables, et bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour préparer ce document, BNP Paribas n'atteste et ne garantit explicitement ou implicitement ni son exactitude ni son exhaustivité et n'accepte aucune responsabilité en cas d'inexactitude, d'erreur ou omission. BNP Paribas n'atteste pas et ne garantit aucun succès prévu ou attendu, profit, retour, performance, effet, conséquence ou bénéfice (que ce soit d'un point de vue juridique, réglementaire, fiscal, financier, comptable ou autre) quelque soit le produit ou l'investissement. Les investisseurs ne doivent pas accorder une confiance excessive à l'égard des informations historiques théoriques se rapportant aux performances historiques théoriques. Ce document peut faire référence à des performances historiques ; les performances passées ne présagent pas des performances futures. L'information contenue dans ce document a été rédigée sans prendre en considération

votre situation personnelle et notamment votre situation financière, votre profil de risque et vos objectifs d'investissement. Avant d'investir dans un produit, l'investisseur doit comprendre entièrement les risques, notamment tout risque de marché lié à l'émetteur, les mérites financiers et l'adéquation de ces produits et consulter ses propres conseillers juridiques, fiscaux, financiers et comptables avant de prendre une décision d'investissement. investisseur doit entièrement comprendre caractéristiques de la transaction et, en absence de disposition contraire, être financièrement capable de supporter la perte de son investissement et vouloir accepter un tel risque. L'investisseur doit se rappeler que la valeur d'un investissement ainsi que les revenus qui en découlent peuvent varier à la baisse comme à la hausse et que les performances passées ne sauraient préfigurer les performances futures. Tout investissement dans un produit décrit est soumis à la lecture préalable et à la compréhension de la documentation constitutive du produit, en particulier celle qui décrit en détail les droits et devoirs des investisseurs ainsi que les risques inhérents à un investissement dans ce produit. En absence de disposition écrite contraire, BNP Paribas n'agit pas comme conseiller financier de l'investisseur pour ses transactions.

Les informations, opinions ou estimations figurant dans ce document reflètent le jugement de leur auteur au jour de sa rédaction; elles ne doivent ni être considérées comme faisant autorité ni être substituées par quiconque à l'exercice de son propre jugement, et sont susceptibles de modifications sans préavis. Ni BNP Paribas ni toute entité du Groupe BNP Paribas ne pourra être tenue pour responsable des conséquences pouvant résulter de l'utilisation des informations, opinions ou estimations contenues dans le présent document.

En tant que distributeur des produits présentés dans ce document, BNP Paribas peut recevoir des commissions de distribution sur lesquelles vous pouvez obtenir de plus amples informations sur demande spécifique. BNP Paribas, ses employés ou administrateurs peuvent détenir des positions sur des produits ou être en relation avec leurs émetteurs.

En recevant ce document, vous acceptez d'être lié par les limitations ci-dessus.

© BNP Paribas (2020). Tous droits réservés.

