

Point de conjoncture économique et immobilier

Richard MALLE

Global Head of Research
BNP PARIBAS REAL ESTATE

Pierre SCHOEFFLER

Senior Advisor
IEIF

Réunion adhérents
6 septembre 2018

Point de conjoncture économique et immobilier

Pierre SCHOEFFLER
Senior Advisor
IEIF

Réunion adhérents
6 septembre 2018

La hausse du prix du pétrole, le spectre d'une guerre commerciale mondiale, le reflux des liquidités en dollars, tout indique qu'un scénario de stagflation peut succéder à la période actuelle de reflation, particulièrement en zone euro :
quelles en seraient les conséquences pour les marchés immobiliers ?

Scénario central le plus probable de **reflation**:

L'économie croît au-delà de son niveau potentiel accompagnée de plus d'inflation. Néanmoins les goulots d'étranglement dans le domaine de l'offre ralentissent progressivement le rythme de croissance et génèrent de l'inflation

Scénario alternatif possible de **stagflation**:

La maturité du cycle aux USA et la montée du protectionnisme conduisent au ralentissement de l'activité et à la hausse de l'inflation. La hausse des taux d'intérêt sous l'effet du resserrement de la politique des banques centrales visant à la juguler pèse sur la croissance économique

Scénario alternatif peu probable de **déflation** :

Le cycle en cours s'essouffle plombée par d'importants obstacles structurels : niveau élevé d'endettement, détérioration des conditions démographiques

- ❑ **La croissance mondiale se modère et se désynchronise , les pressions inflationnistes s'accroissent, le scénario de stagflation gagne en probabilité**
 - ✓ Le protectionnisme et l'isolationnisme aux USA brisent les repères des agents économiques construits sur la globalisation et le multilatéralisme ce qui génère de l'incertitude

- ❑ **Le prix du pétrole est en hausse de 20% depuis le début de l'année, avec un effet négatif à terme sur l'économie mondiale, simultanément la montée du protectionnisme risque aussi de ralentir la croissance et de stimuler l'inflation**

- ❑ **La fin programmée du cycle de politique monétaire ultra-accommodante remet les compteurs à zéro: la liquidité revient à la normale, les taux d'intérêt remontent vers leur niveau d'équilibre, les marchés financiers retrouvent leur volatilité historique, l'aversion au risque croît, les marchés émergents redeviennent vulnérables**

- ❑ **En bourse, deux secteurs emblématiques restent porteurs: les technologies aux USA et le luxe en Europe**
 - ✓ En « langage immobilier », ceci signifie que les actifs Prime localisés dans les territoires à forte productivité sont porteurs

- ❑ **Le 6 juillet, les USA ont augmenté de 25% les tarifs douaniers sur 35 milliards de dollars d'importations annuelles chinoises. Le même jour les Chinois ont fait de même**
 - ✓ Les USA menacent d'augmenter de 10% les tarifs douaniers sur 200 milliards, puis sur 200 autres milliards

- ❑ **Les pays visés n'ont que peu de moyens de rétorsion, en particulier la Chine**
 - ✓ Quasiment l'intégralité des 500 milliards d'exportations annuelles de la Chine vers les USA peut être concerné par des hausses de tarifs alors que la Chine d'importe que 130 milliards des USA
 - ✓ La Chine aurait la possibilité de dévaluer le Renminbi de 10% mais ceci irait à l'encontre de sa volonté d'internationaliser l'usage de sa monnaie
 - ✓ La Chine aurait la possibilité de vendre sa position en US Treasuries correspondant à 6% du total de la dette publique US, comme elle semble l'avoir initié, mais l'administration américaine a le pouvoir de la geler selon le International Emergency Economic Powers Act de 1977
 - ✓ La Chine reste dépendante de composants clé produits aux USA comme l'exemple de ZTE le prouve

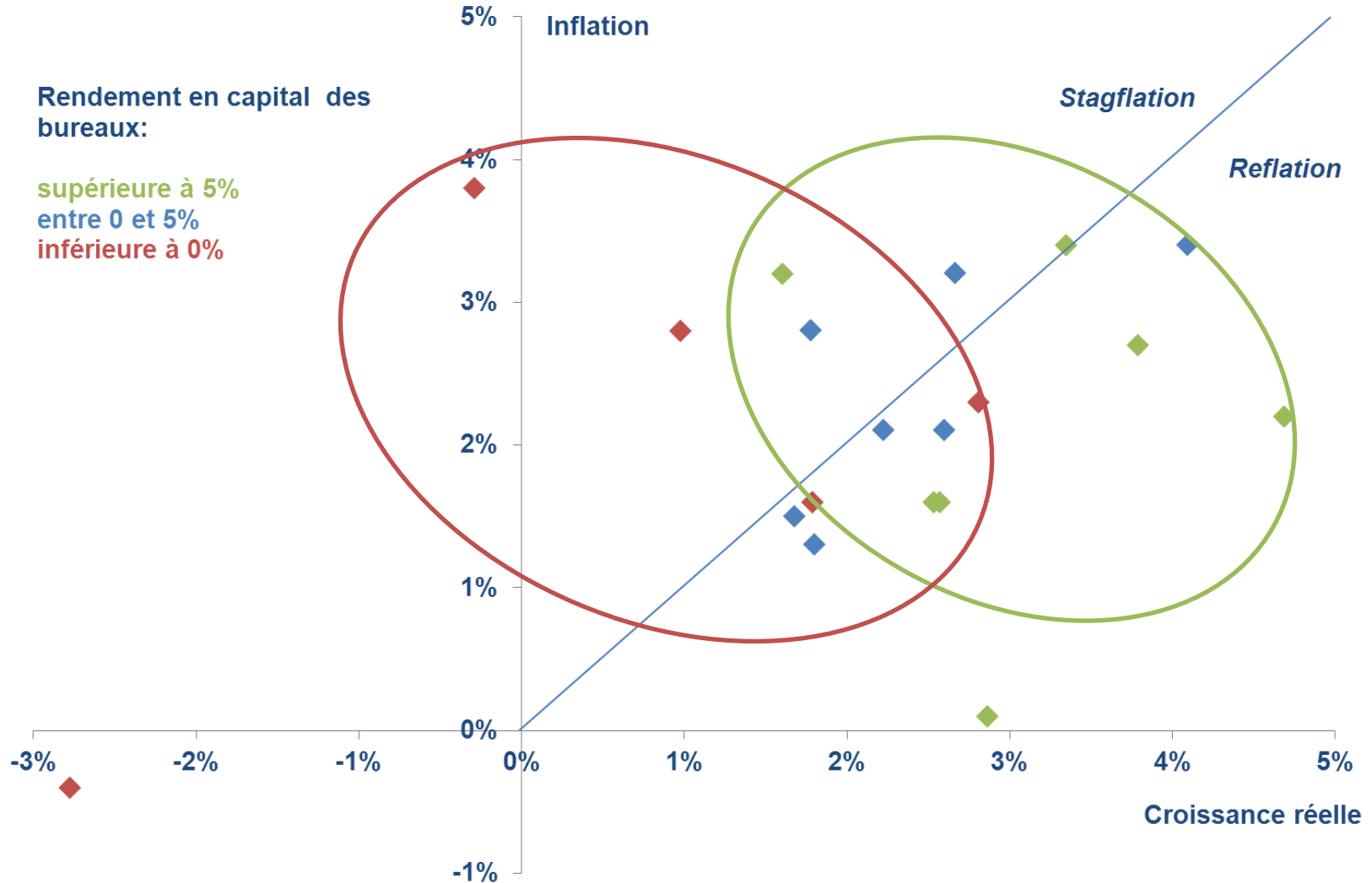
- ❑ **La guerre commerciale initiée par l'administration Trump pourrait ramener les barrières douanières 70 ans en arrière si l'intégralité des annonces actuelles est suivie d'effet**
 - ✓ Le niveau des tarifs douaniers à l'importation sur les biens assujettis pourrait passer de 5% actuellement à 20% et en intégrant les biens non assujettis de 1,5% à 5%

- ❑ **Selon le FMI, une augmentation de 10% des prix à l'importation dans le monde réduirait la croissance mondiale de 1,75% au bout de 5 ans**

- ❑ **Le cadre intellectuel de cette guerre commerciale est aberrant car simultanément la relance budgétaire ne peut que creuser la balance courante des USA**
 - ✓ La raison primaire d'un déficit de la balance courante d'un pays est l'excès de dépenses par rapport aux revenus

Reflation, stagflation et comportement du marché immobilier

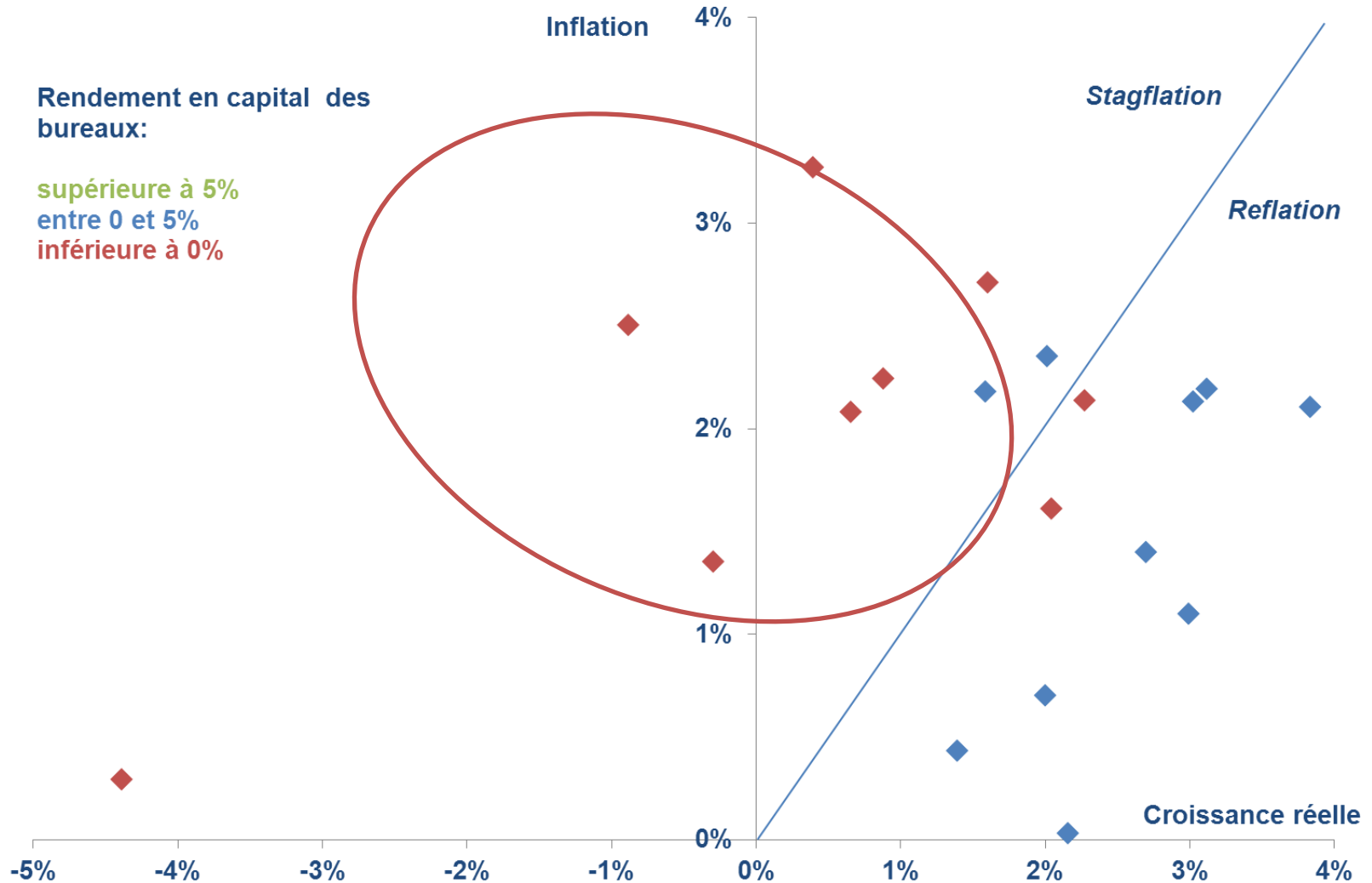
Inflation, croissance réelle et rendement en capital des bureaux aux USA de 1999 à 2017



Source: MSCI, US BEA

Reflation, stagflation et comportement du marché immobilier

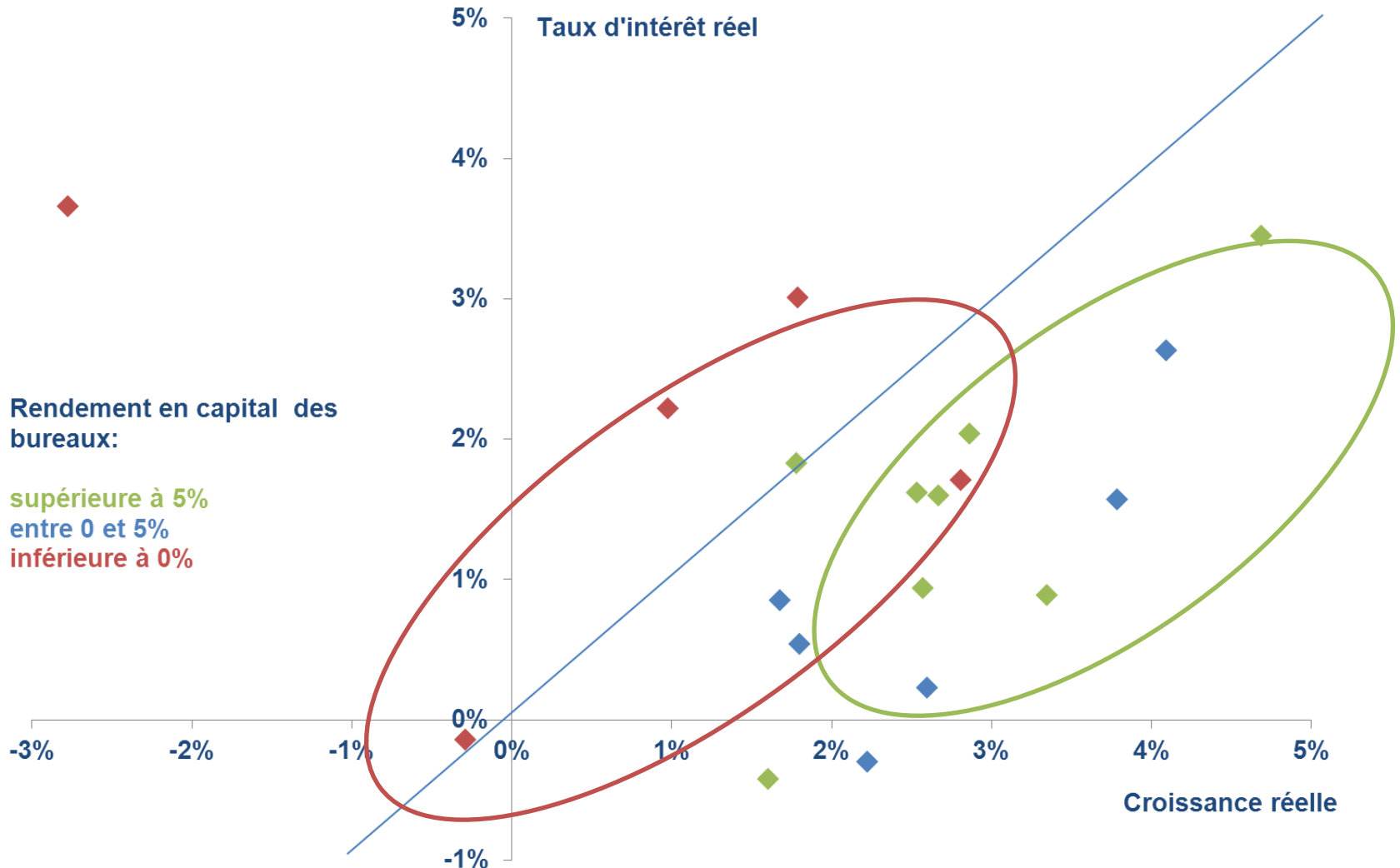
Inflation, croissance réelle et rendement en capital des bureaux en zone euro de 1999 à 2017



Source: MSCI, Eurostat

Reflation, stagflation et comportement du marché immobilier

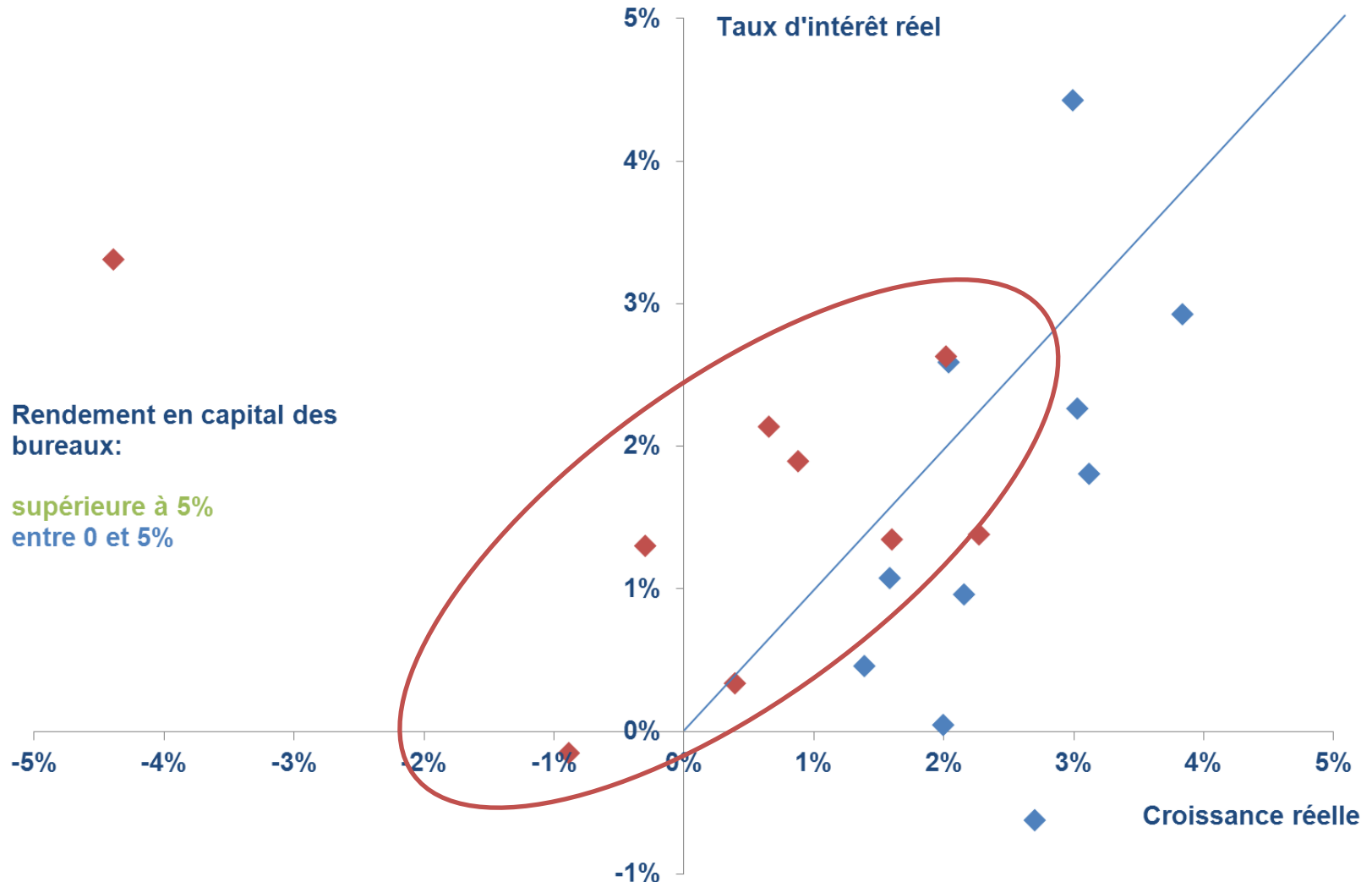
Taux d'intérêt réel, croissance réelle et rendement en capital des bureaux aux USA de 1999 à 2017



Source: MSCI, Fed, US BEA

Reflation, stagflation et comportement du marché immobilier

Taux d'intérêt réel, croissance réelle et performance globale des bureaux en zone euro de 1999 à 2017



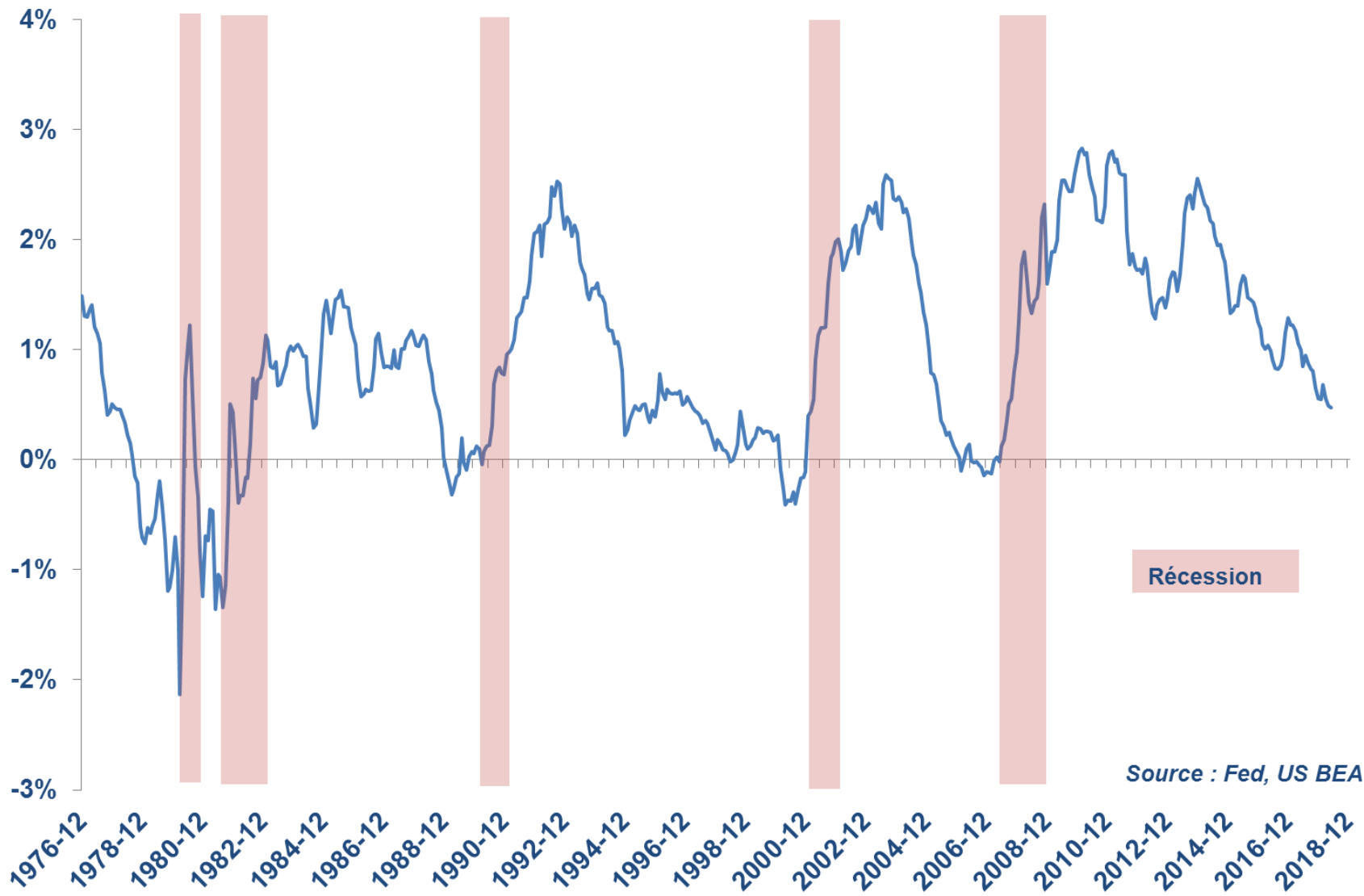
Source: MSCI, BCE, Eurostat

Conjoncture économique et monétaire aux USA

- ❑ **L'économie aux USA connaît un boom de fin de cycle avec une croissance qui pourrait être proche de 3% en 2018**
 - ✓ La politique économique est bipolaire: le Président appui sur l'accélérateur de la dette par la réforme fiscale et une politique budgétaire laxiste, la Fed sur le frein des taux d'intérêt
 - ✓ Le taux de chômage est tombé en dessous de 4%, les salaires augmentent de 2,9% l'an, l'inflation pourrait momentanément atteindre 3% dans les prochains mois
- ❑ **Le taux des Fed Funds a été relevé en juin de 25 points de base à 1,75-2% pour la 7ème fois depuis fin 2015, deux hausses supplémentaires sont prévues avant la fin de l'année**
 - ✓ Comme à chaque période de relèvement des Fed Funds, les pays émergents endettés en dollars et dont la balance courante est déficitaire souffrent, Argentine et Turquie en tête, ce dernier pays étant largement financé par les banques espagnoles et italiennes
- ❑ **Malgré la hausse programmée de l'endettement public et l'arrêt du programme d'achat de la Fed, le taux des US Treasuries 10 ans ne franchit toujours pas durablement la barre des 3%**
 - ✓ Est-ce la conséquence des inquiétudes renouvelées sur une crise de la zone euro?
 - ✓ La courbe de structure de taux sur les US Treasuries pourrait s'inverser en 2019, phénomène annonciateur de récession à un délai d'un ou deux ans sur les 40 dernières années*

* La raison en est que le taux à court terme est un estimateur du coût de l'emprunt alors que le taux à long terme est un estimateur du taux de croissance économique

L'écart de taux des US Treasuries 2/10 ans est l'oracle des récessions



Récession

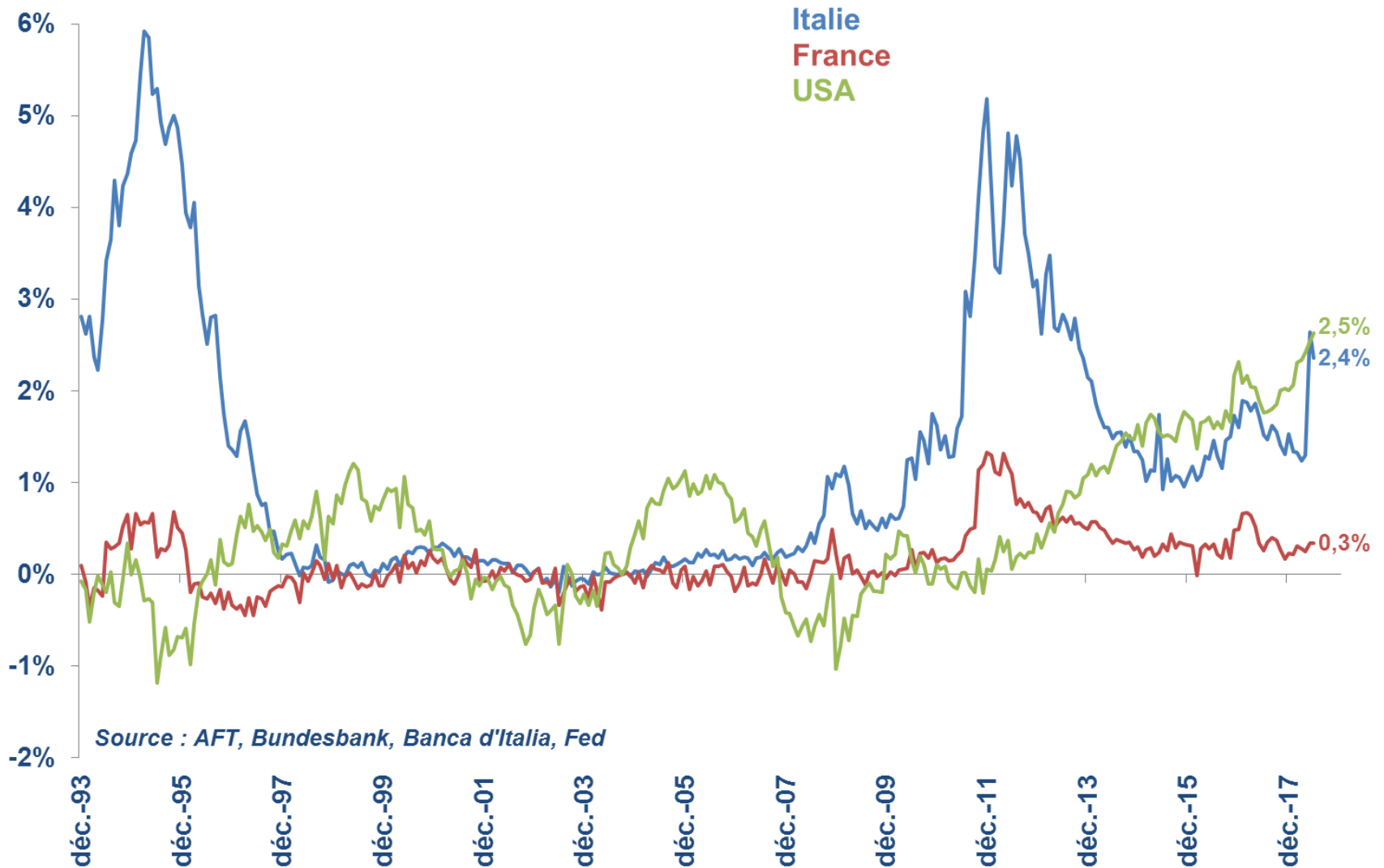
Source : Fed, US BEA



Conjoncture économique et monétaire en zone euro

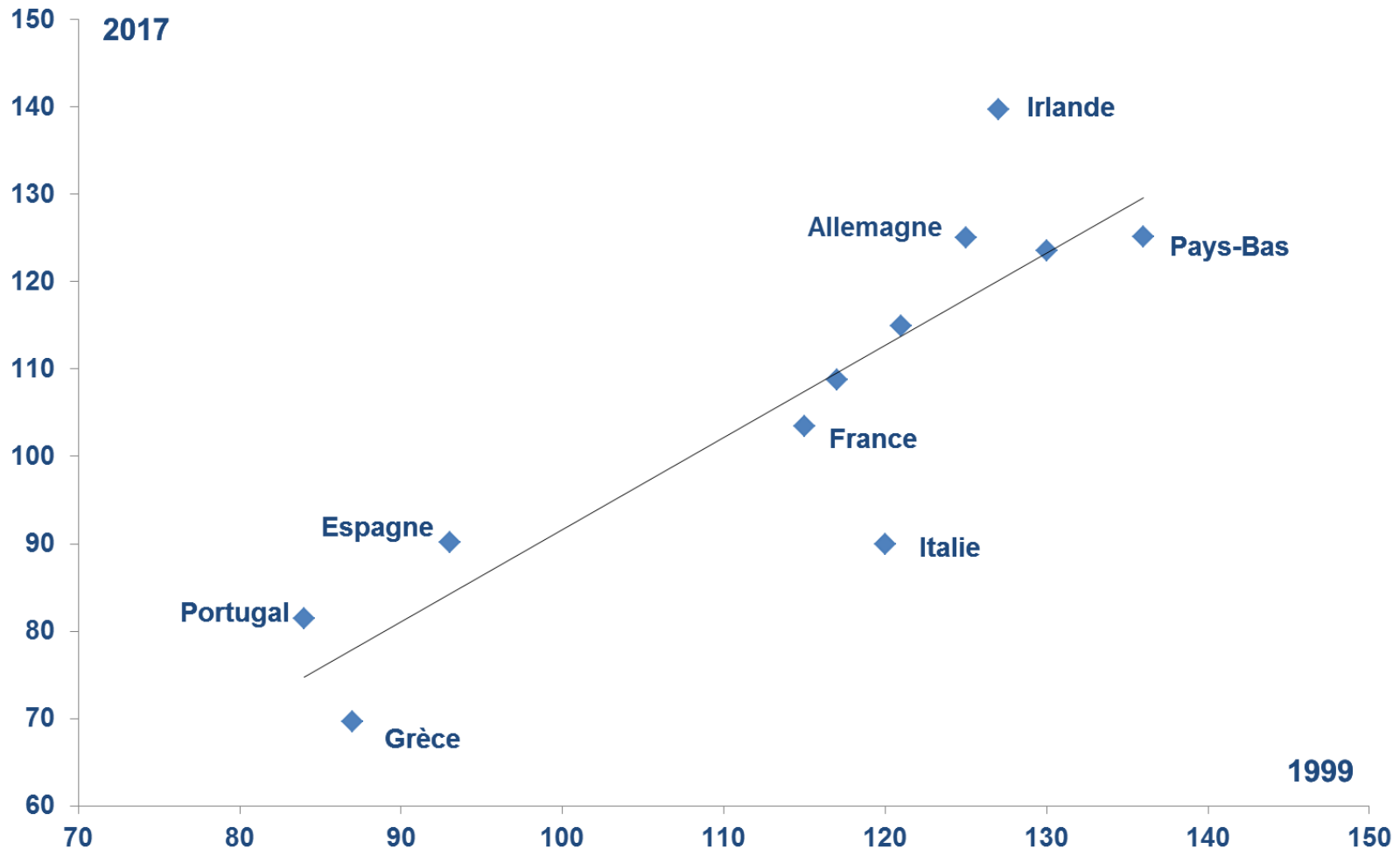
- ❑ **L'économie en zone euro se tasse, elle devrait à peine excéder 2% en 2018**
 - ✓ Les goulots d'étranglement sur l'offre ramènent la croissance vers son niveau potentiel
 - ✓ L'inflation « core » devrait rester faible, à peine au-dessus de 1%
- ❑ **Après presque 20 ans d'union monétaire, la répartition inégale de création de richesse entre pays de la zone euro met en évidence le manque de cohérence de la zone et l'Italie est grande perdante**
 - ✓ L'Italie menace de provoquer une nouvelle crise sur la dette souveraine
 - ✓ La France et l'Allemagne accélèrent les réformes en faveur d'une politique économique commune à court terme avec le renforcement des pouvoirs du Mécanisme européen de stabilité dans le sauvetage des banques (common backstop), à moyen terme avec l'embryon d'un budget pour la zone
- ❑ **La BCE annonce un arrêt de sa politique d'achat d'actif à la fin de l'année et prépare les marchés à une première hausse de taux directeur avant la fin de l'été 2019**
- ❑ **L'écart se creuse entre les taux US et les taux en zone euro**
 - ✓ L'écart est au plus haut depuis le lancement de l'euro en 1999 et depuis le Traité de Maastricht sur la création de la monnaie unique en 1992
 - ✓ Une telle divergence entre les politiques monétaires aux USA et en zone euro est génératrice de turbulence sur les marchés

L'écart de taux des emprunts d'état à 10 ans par rapport à l'Allemagne est l'instrument de mesure des tensions monétaires



L'euro a-t-il permis une convergence de la richesse entre pays de la zone ?

PIB par habitant en 1999 et 2017 relativement à la moyenne de l'Union Européenne



Source : BCE

- ❑ **L'économie française ralentit et ne devrait pas dépasser 1,7% de croissance en 2018**
 - ✓ La croissance ralentit à 0,2% au 1^{er} trimestre, essentiellement sous l'effet de l'impact des mesures fiscales ponctuelles sur la consommation des ménages
 - ✓ L'investissement des entreprises reste dynamique, mais les dépenses en innovation de nouveaux produits ou disruptives restent faibles
 - ✓ Le commerce extérieur, tiré par la croissance mondiale, ne pèse pas sur la croissance

- ❑ **L'inflation a atteint un pic momentané à 2,5% cet été, elle devrait redescendre à 1,7%**
 - ✓ Ce mouvement est porté par le prix de l'énergie, les prix des produits alimentaires et des services augmentent peu, le prix des produits manufacturés baissent légèrement
 - ✓ Le choc du ralentissement de l'inflation entre 2012 à 2015 avec la crainte d'une déflation pèse toujours sur les anticipations d'inflation exprimées par les obligations indexées

Balance courante de la France

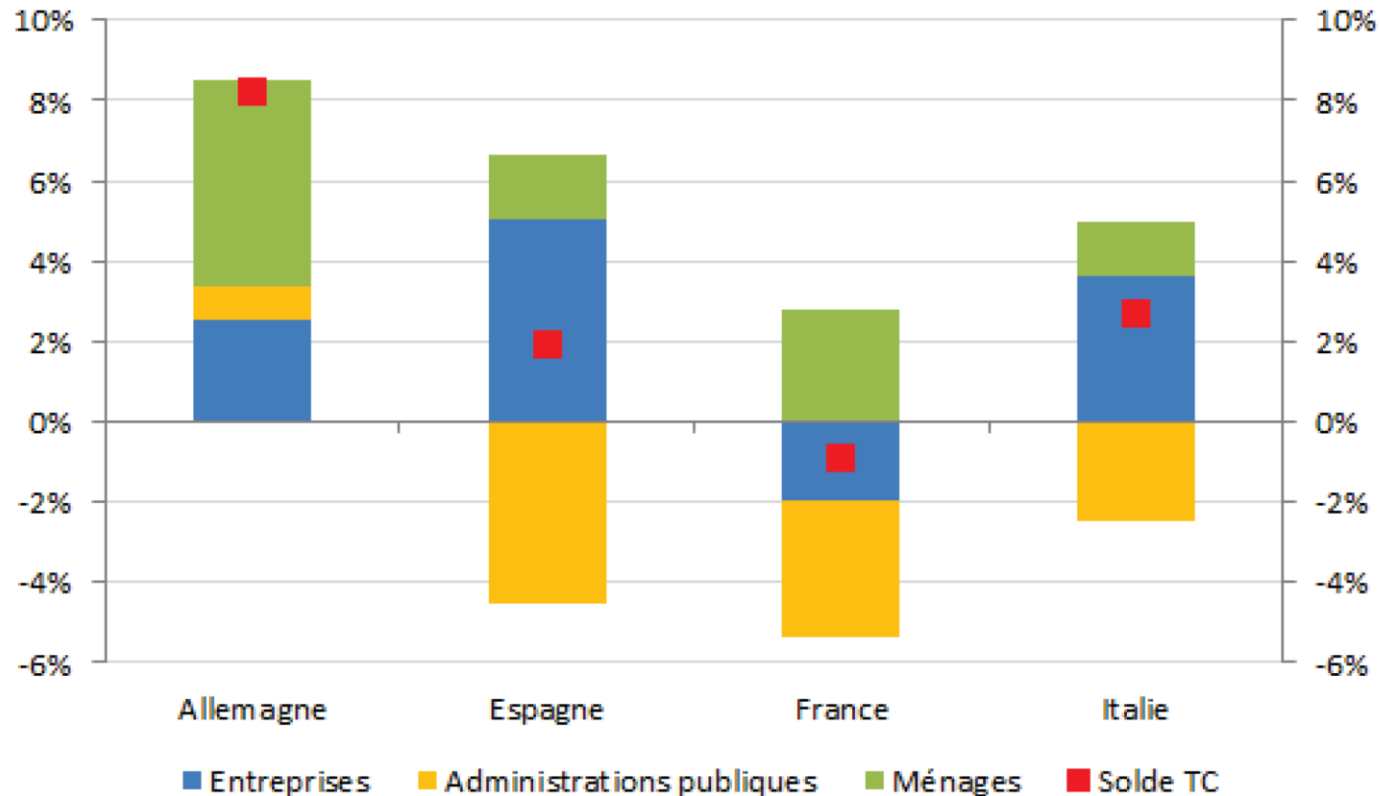
Milliards d'euros	2016	2017
Echange de biens	-35	-48
Echange de services	18	27
Revenus nets	0	8
Balance courante	-17	-13

Source: Banque de France

- ❑ La balance courante est structurellement déficitaire à cause du déficit chronique sur les échanges de biens qui traduit un excès de la dépense domestique par rapport aux revenus ou, ce qui est équivalent, par une insuffisance d'épargne domestique
- ❑ Son financement est assuré par l'importation systématique de capitaux extérieurs

Solidité de la zone euro : le cas de la France

Balance courante et demande de financement extérieur par les agents économiques en 2017 en % du PIB



Source: Banque de France

En France, les administrations publiques et les banques, dont particulièrement les banques, sont dépendantes de financement extérieur

Point de conjoncture économique et immobilier

Richard MALLE
Global Head of Research
BNP PARIBAS REAL ESTATE

Réunion adhérents
6 septembre 2018

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

TENDANCES ET PERSPECTIVES

BNP Paribas Real Estate Research
6 septembre 2018



BNP PARIBAS
REAL ESTATE

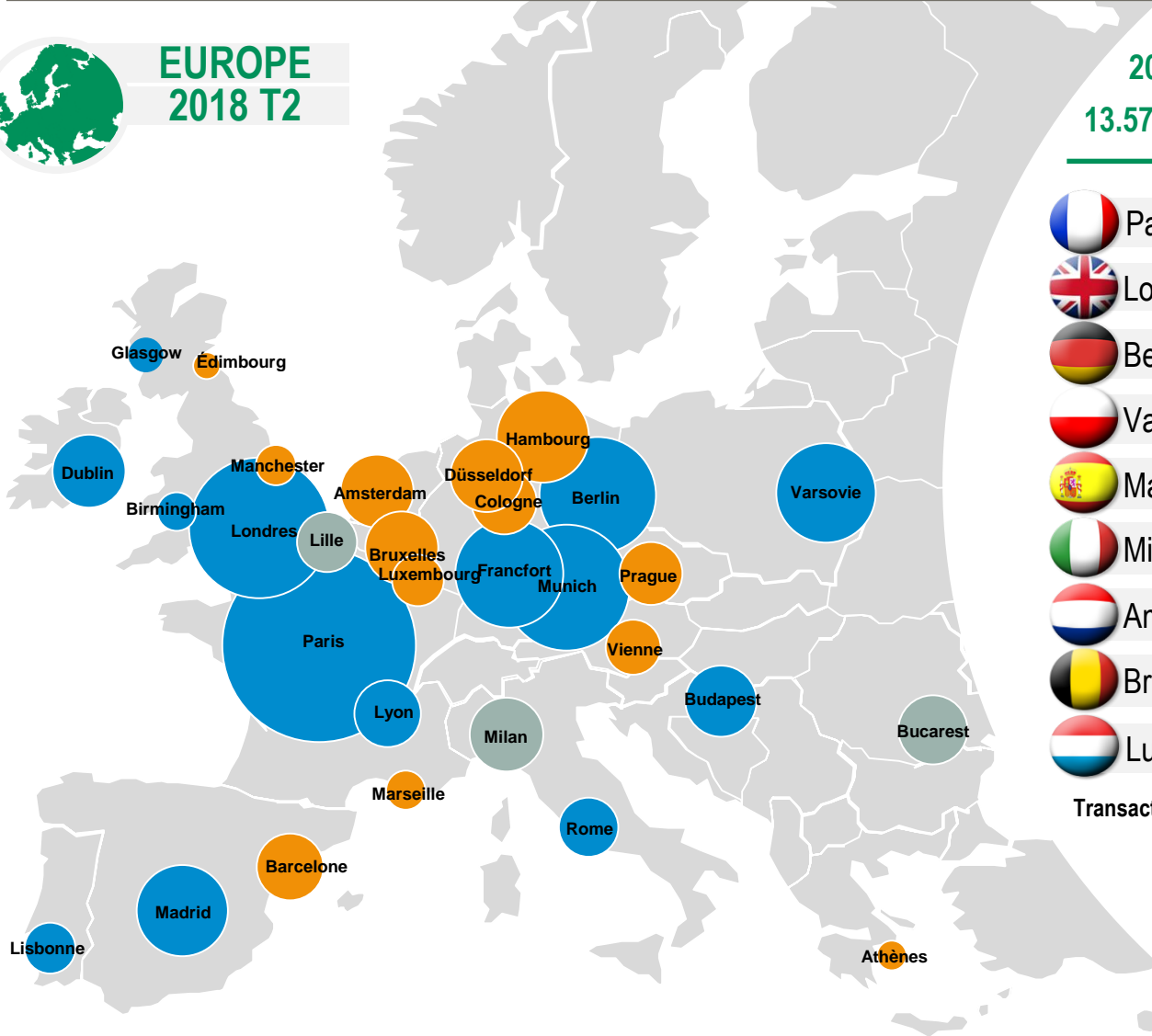


L'immobilier d'un monde qui change

Transaction de bureaux en Europe



EUROPE
2018 T2



2018 T2 vs 2017 T2

13.57 million m²

+5%

	Paris	+14%
	Londres*	+19%
	Berlin	+9%
	Varsovie	+23%
	Madrid	+23%
	Milan	+4%
	Amsterdam	-20%
	Bruxelles	-8%
	Luxembourg	-23%

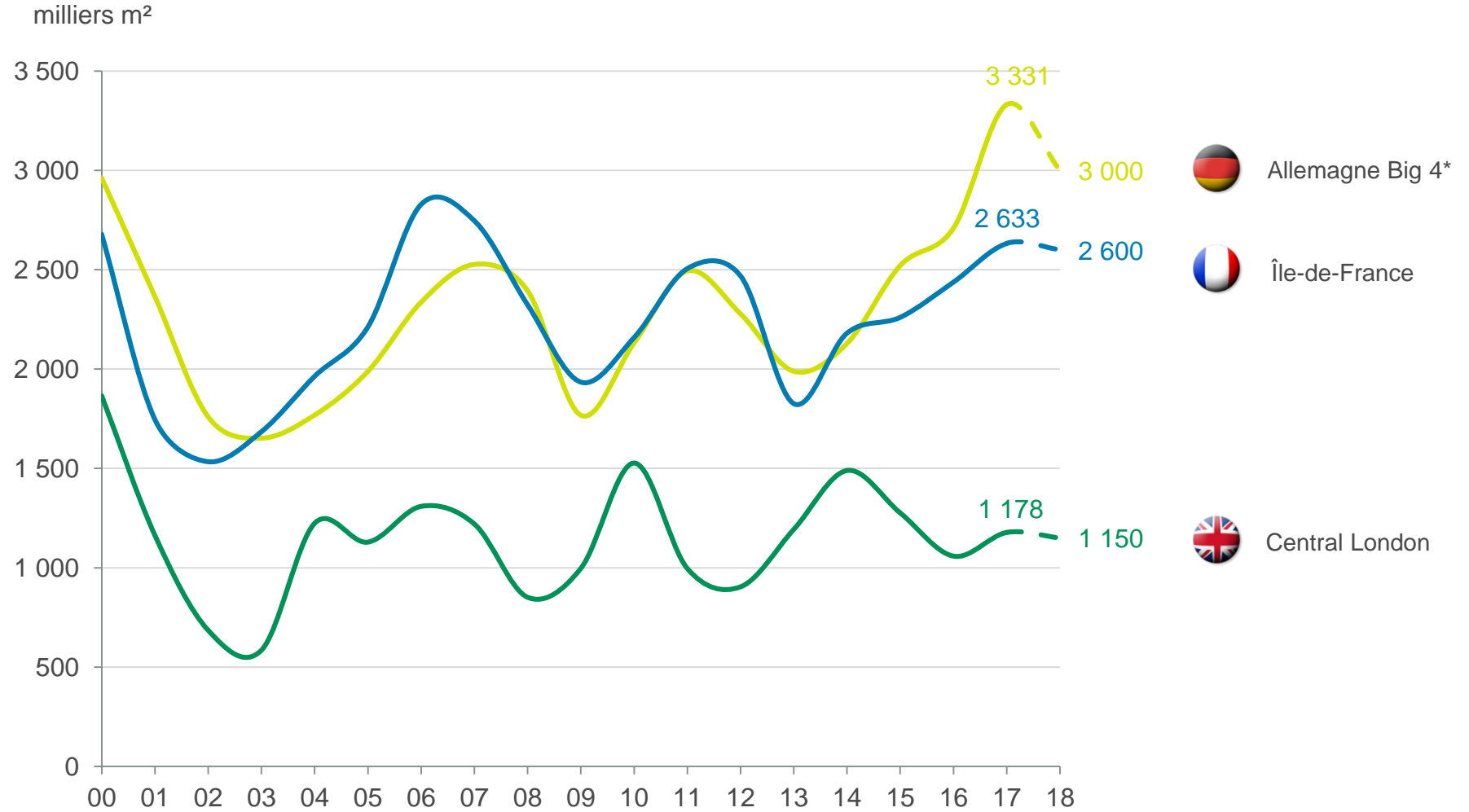
Transactions en milliers m² (glissement annuel)



Source : BNP Paribas Real Estate.

*"Central London" & "Central Paris"

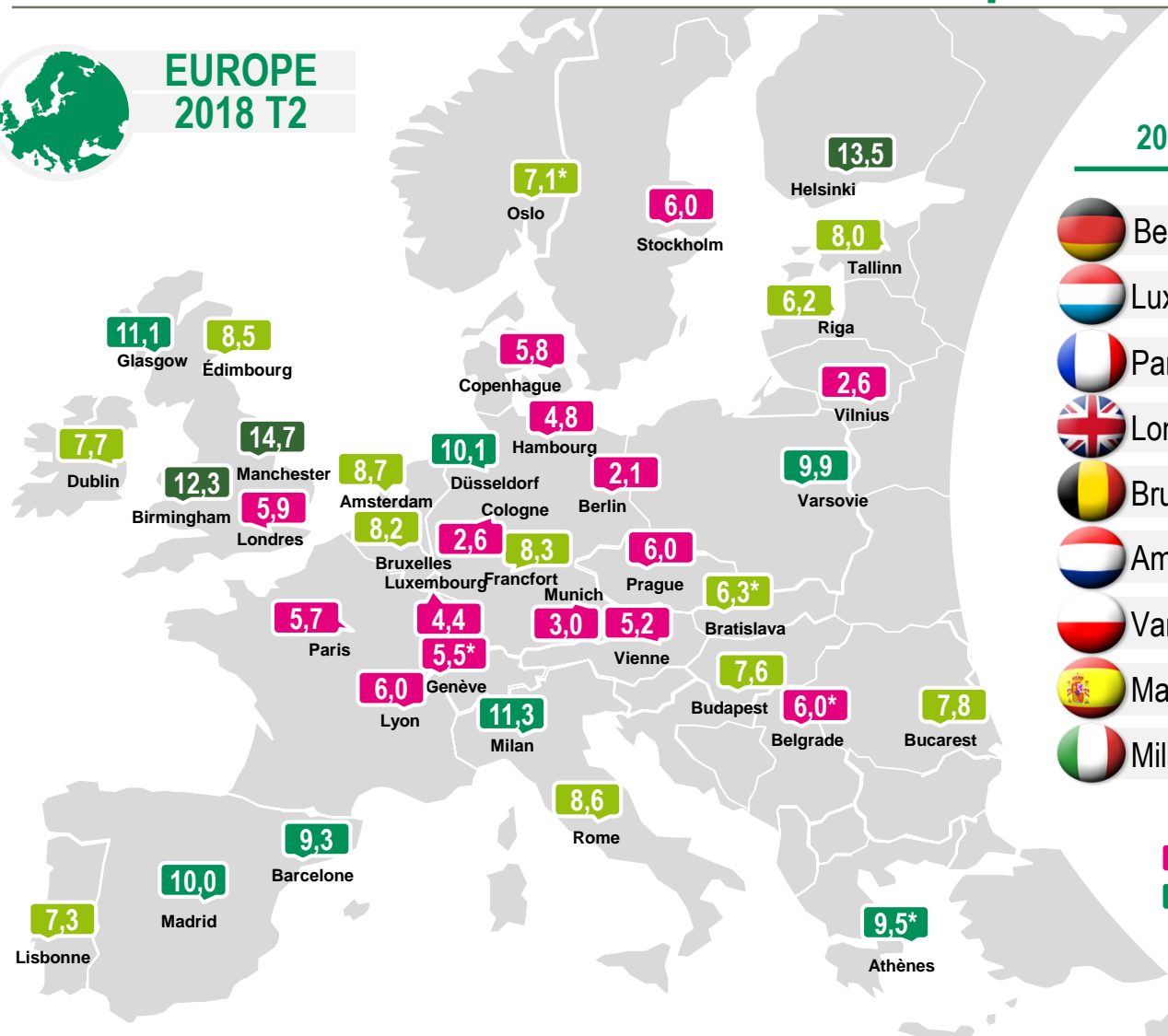
Transaction de bureaux



*Berlin, Munich, Frankfurt and Hamburg.

Source : BNP Paribas Real Estate.

Taux de vacance de bureaux en Europe



2018 T2 vs 2017 T2

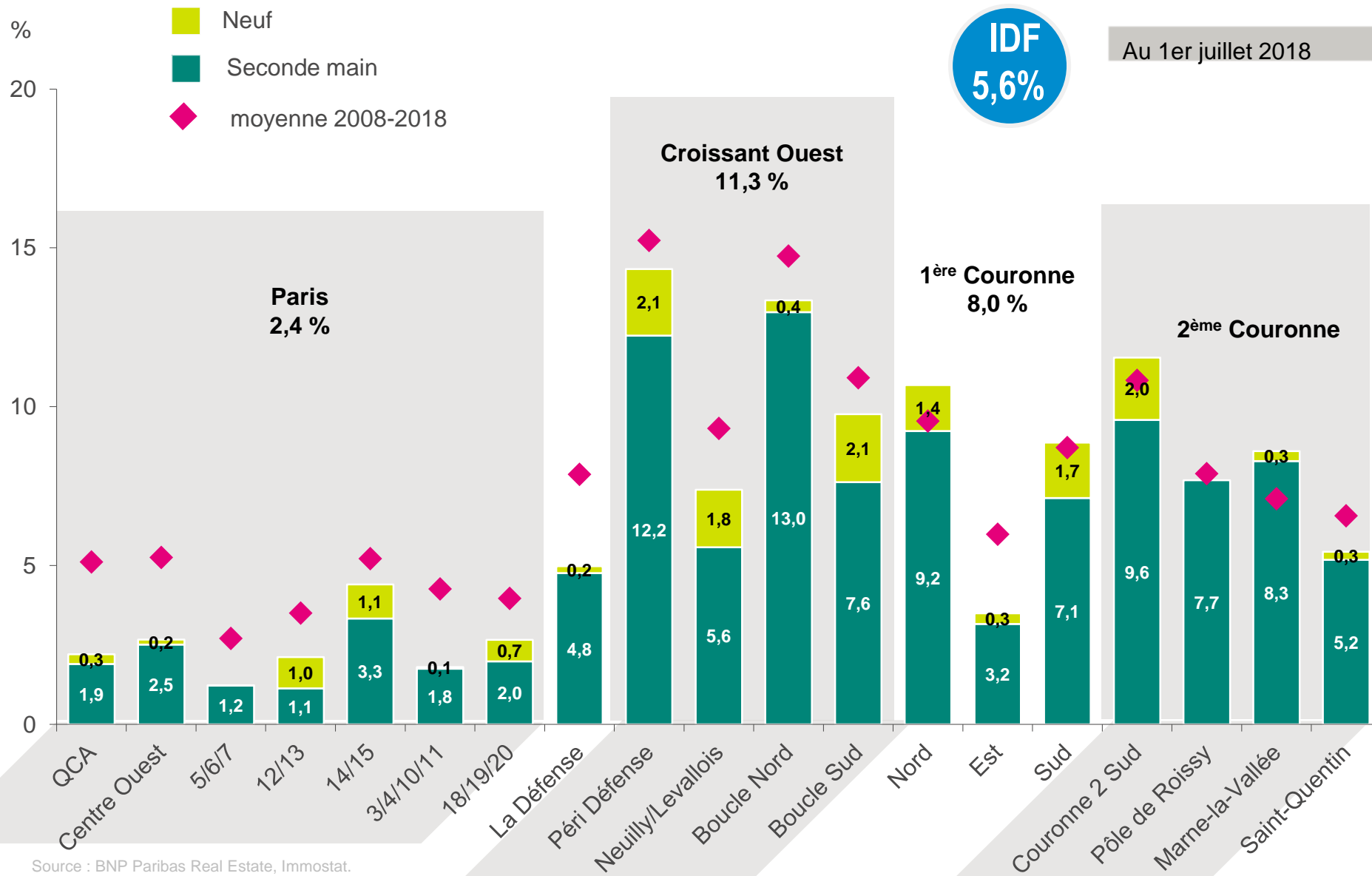
	Berlin	-60 pb
	Luxembourg	-40 pb
	Paris	-100 pb
	Londres	-50 pb
	Bruxelles	-40 pb
	Amsterdam	-290 pb
	Varsovie	-420 pb
	Madrid	-100 pb
	Milan	-220 pb



Source : BNP Paribas Real Estate.

*donnée au 2017 T4

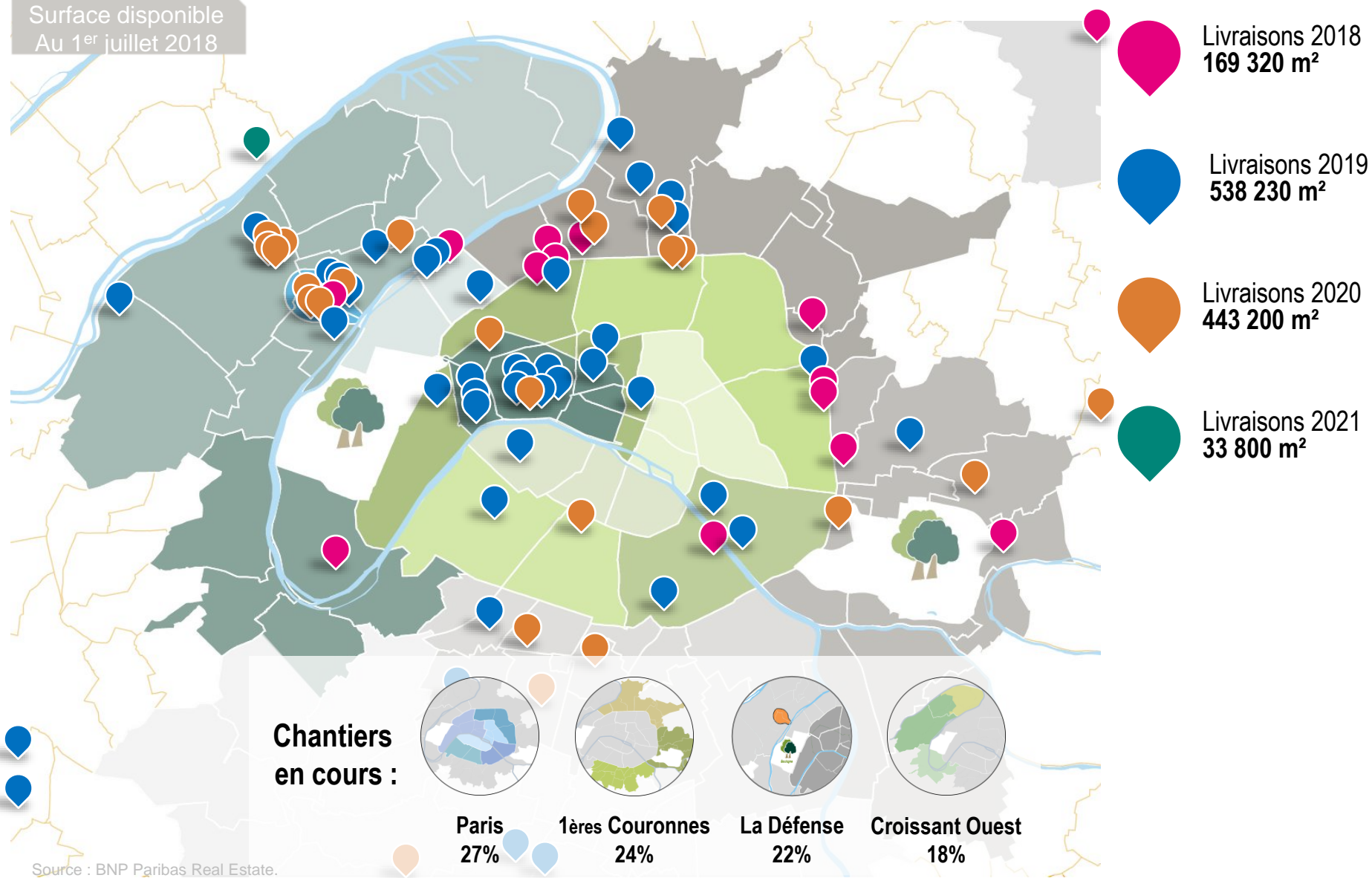
Taux de vacance de bureaux en Île-de-France



Source : BNP Paribas Real Estate, Immostat.

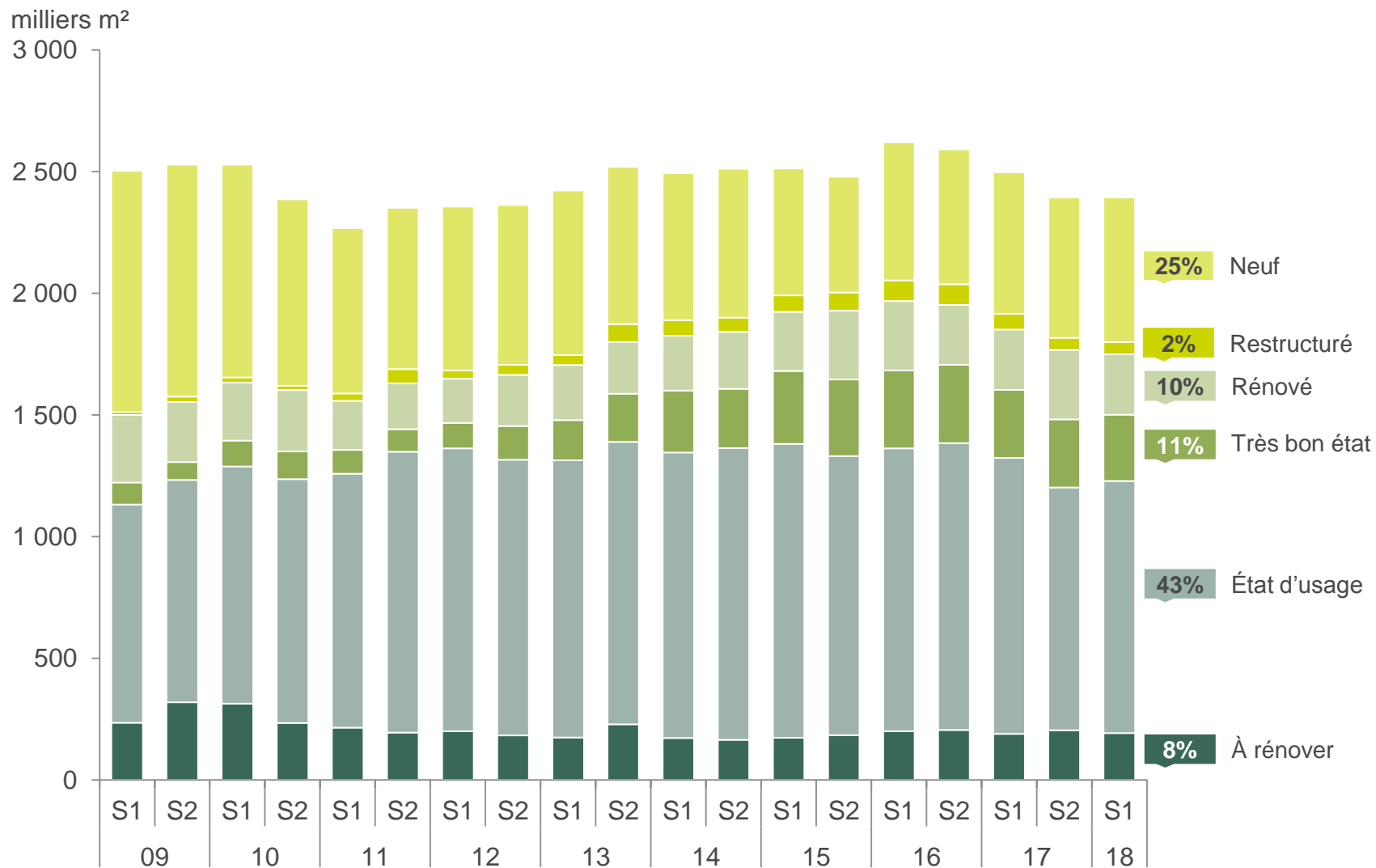
Chantiers en cours > 5 000 m² en Île-de-France

Surface disponible
Au 1^{er} juillet 2018



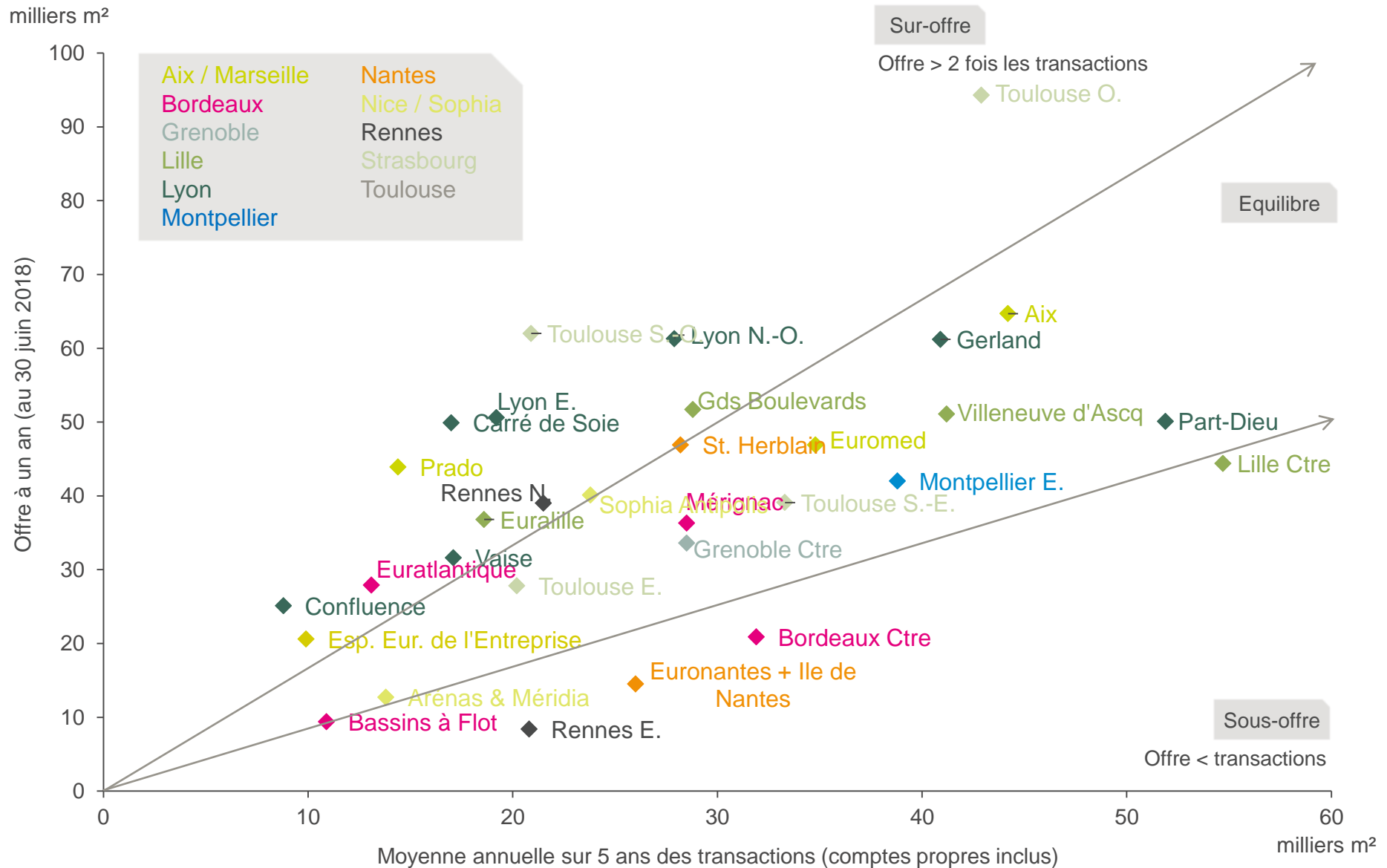
Source : BNP Paribas Real Estate.

Offre à un an de bureaux en Régions (17 villes)



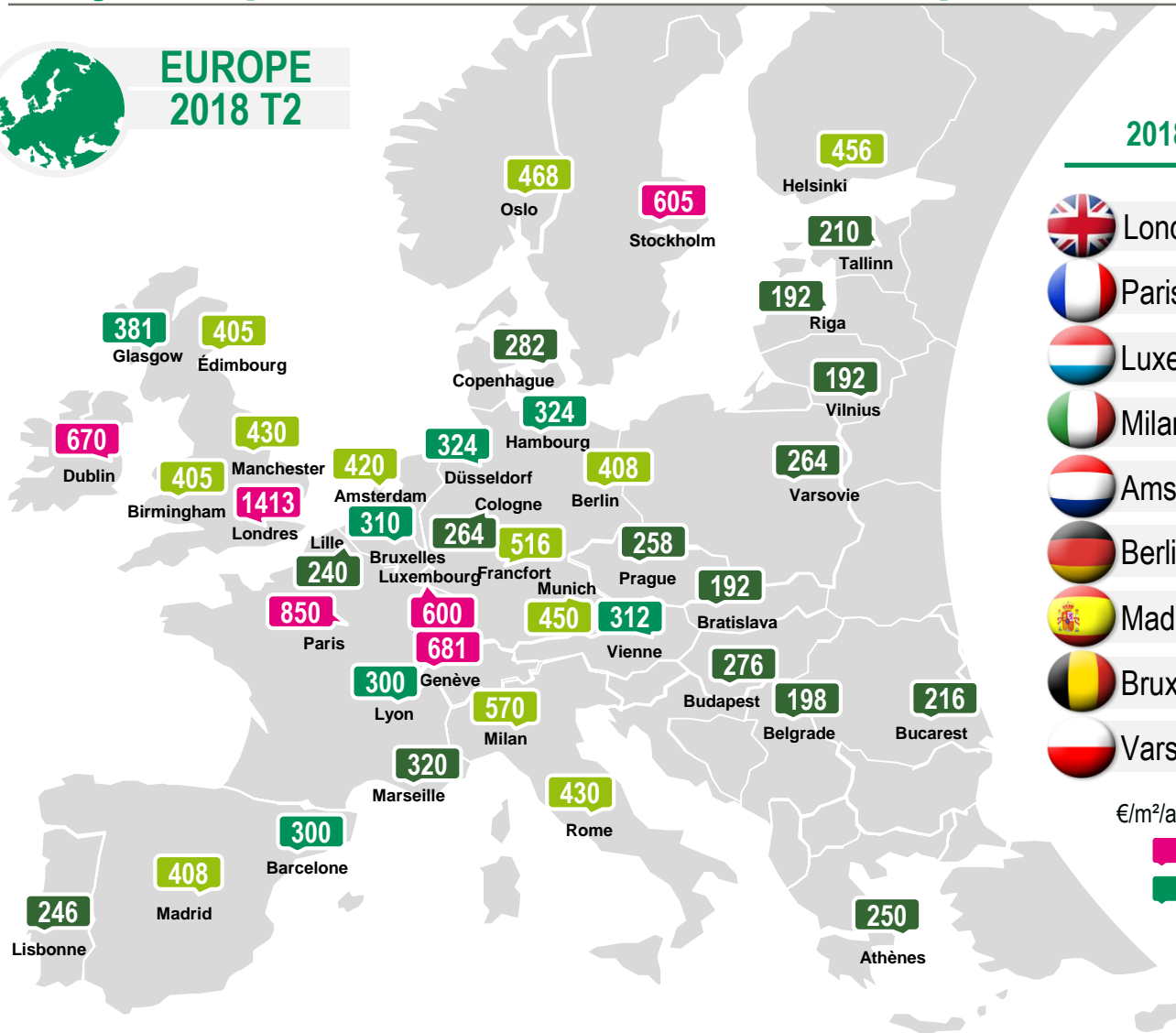
Source : BNP Paribas Real Estate.

Équilibre des marchés par secteur d'affaires en Régions



Loyers "prime" de bureaux en Europe

EUROPE
2018 T2



2018 T2 vs 2017 T2

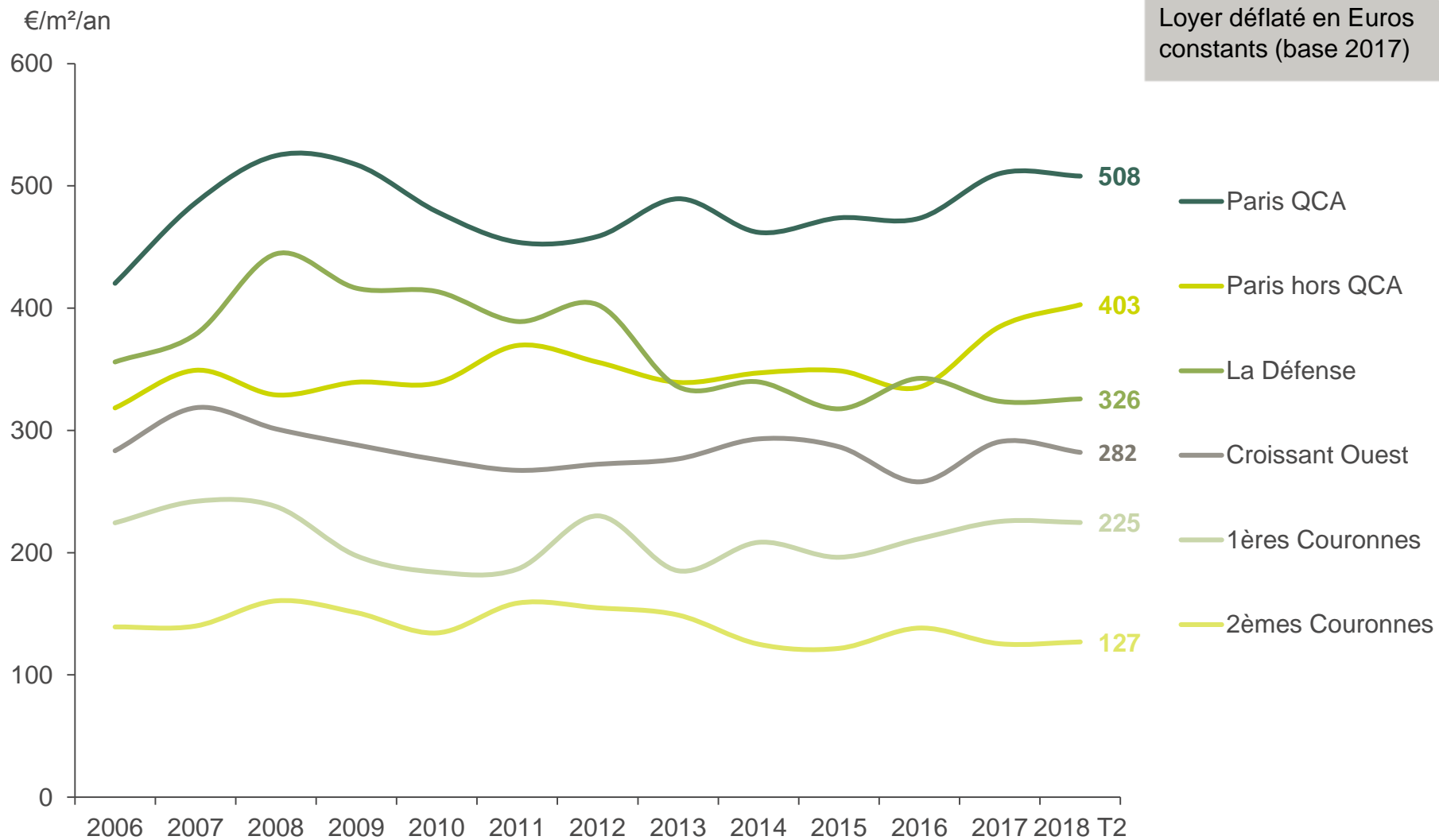
	Londres	-10%
	Paris	+6%
	Luxembourg	=
	Milan	+10%
	Amsterdam	+6%
	Berlin	+13%
	Madrid	+11%
	Bruxelles	=
	Varsovie	=

€/m²/an

- ≥ 600 €
- 300-400 €
- 400-600 €
- < 300 €

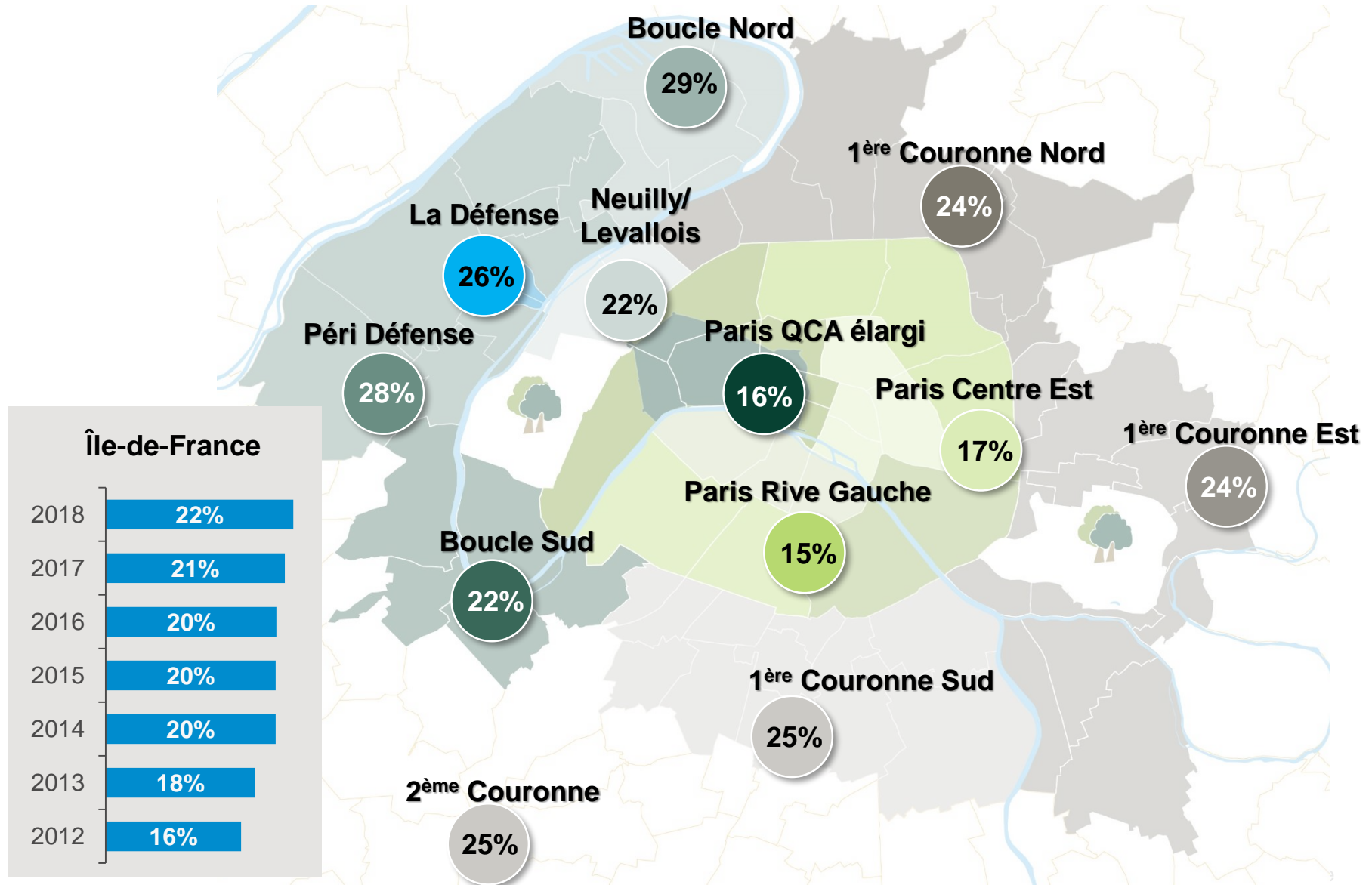
Source : BNP Paribas Real Estate.

Loyers économiques réels de bureaux en Île-de-France



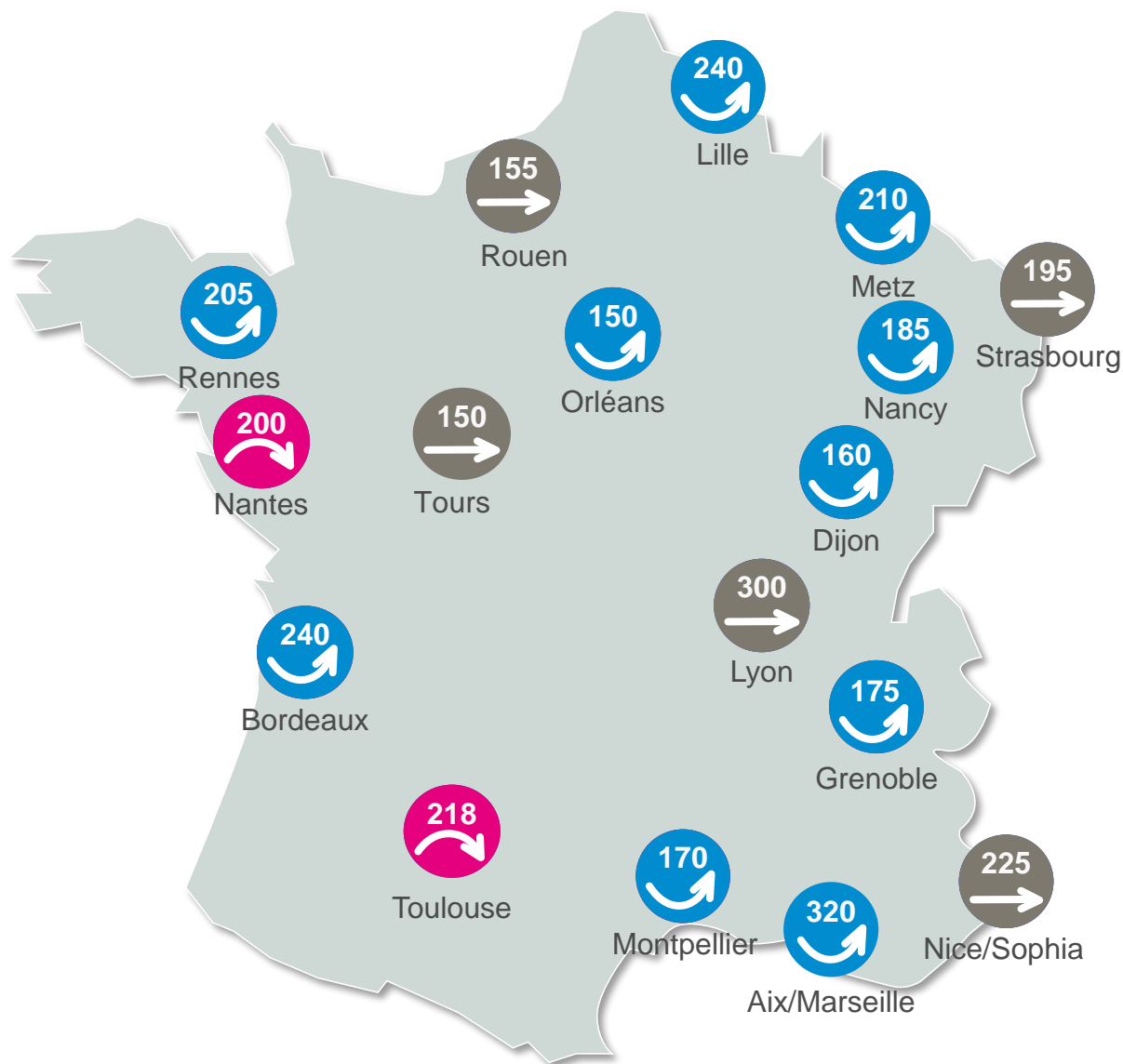
Source : BNP Paribas Real Estate.

Mesures d'accompagnement – au 1^{er} juillet 2018 / toutes surfaces



Source : BNP Paribas Real Estate.

Loyers "top" de bureaux – S1 2018 versus S1 2017




€ H.T. H.C./m²/an

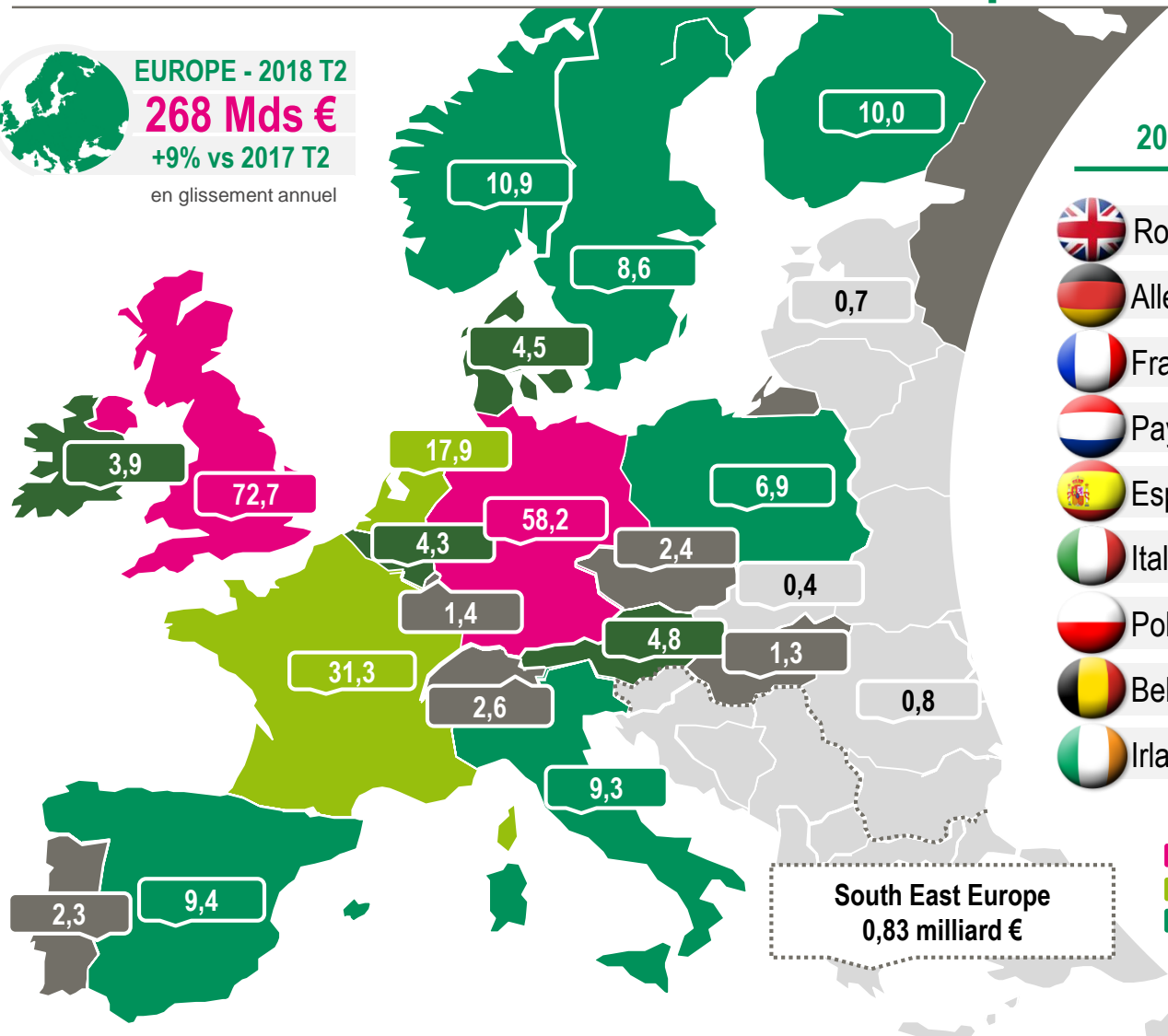
Hors parking

Basés sur des références de transactions réalisées










Source : BNP Paribas Real Estate.

Investissement en immobilier d'entreprise en Europe


EUROPE - 2018 T2
268 Mds €
 +9% vs 2017 T2
 en glissement annuel



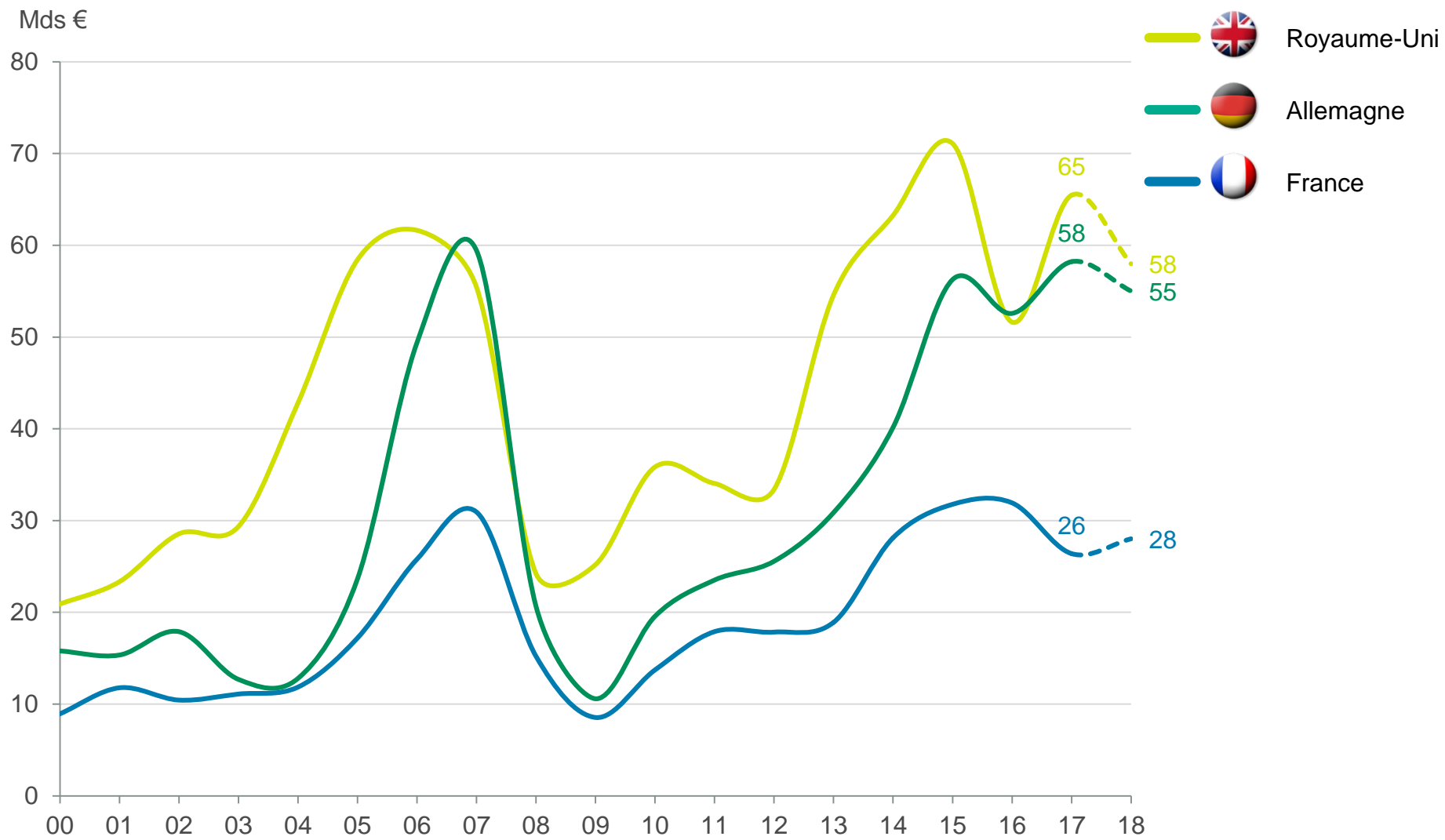
2018 T2 vs 2017 T2

	Royaume-Uni	+20%
	Allemagne	=
	France	+10%
	Pays-Bas	+40%
	Espagne	-21%
	Italie	-10%
	Pologne	+66%
	Belgique	+30%
	Irlande	+70%



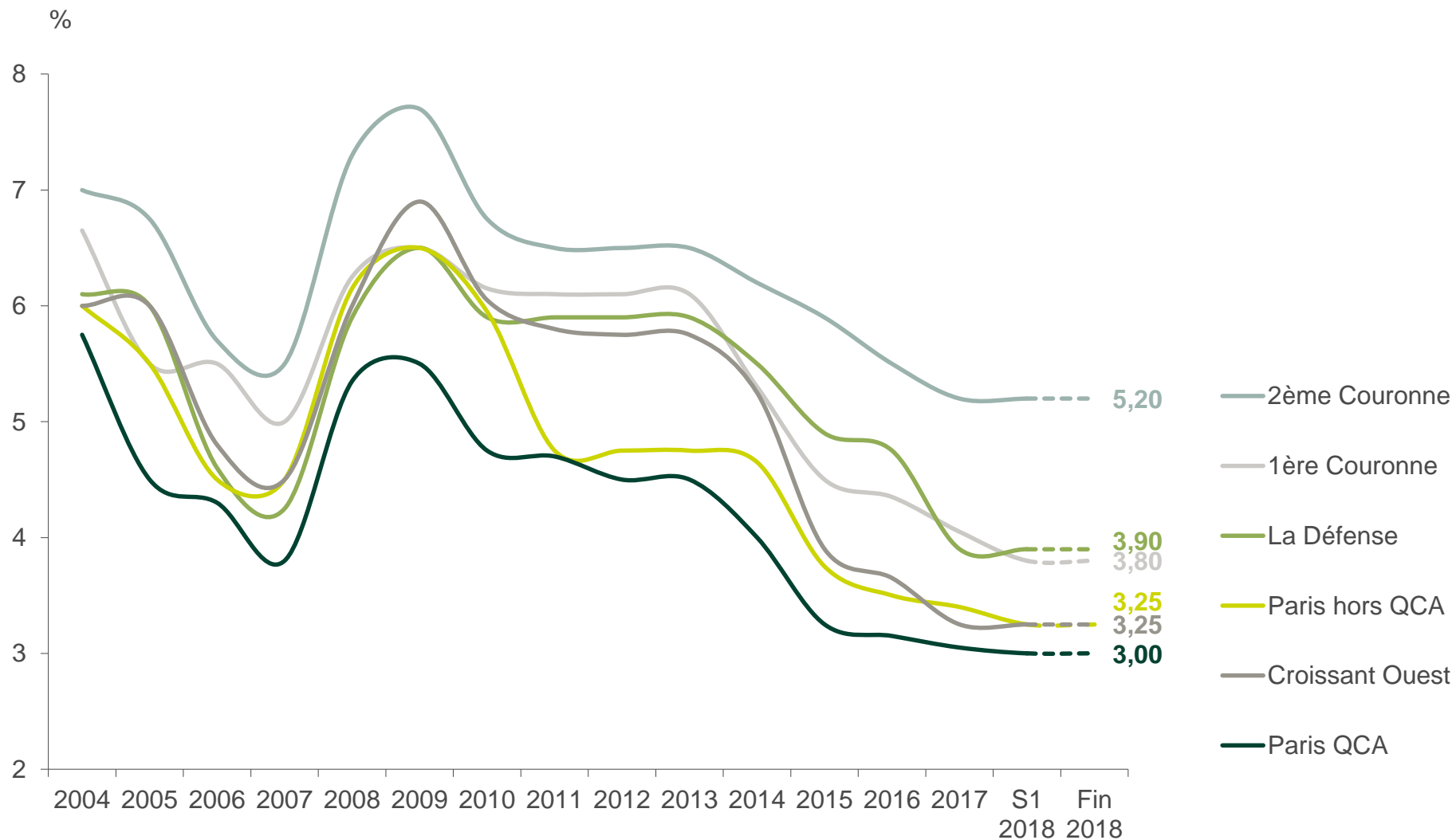
Source : BNP Paribas Real Estate.

Investissement en immobilier d'entreprise



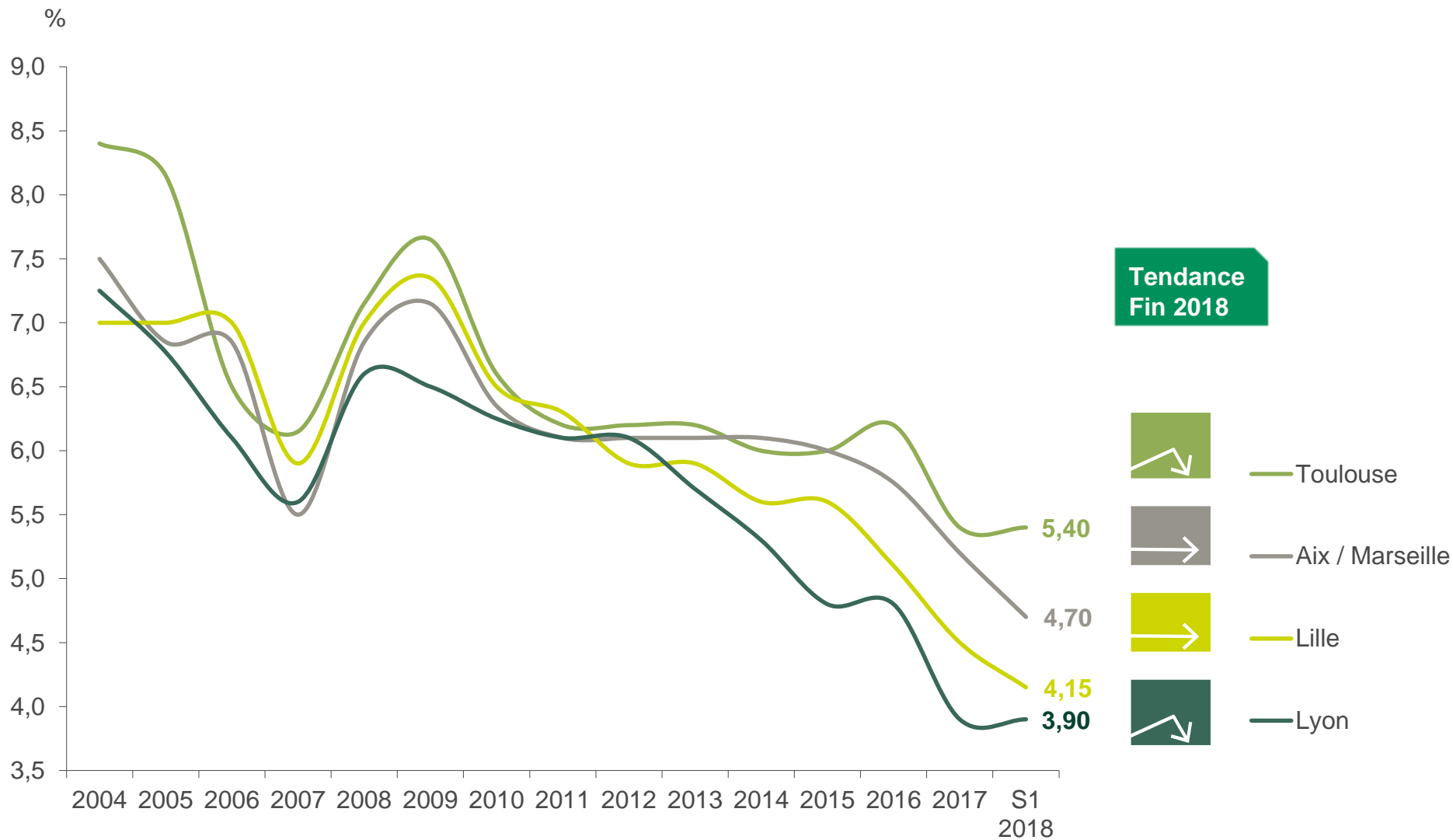
Source : BNP Paribas Real Estate.

Taux de rendement "prime" - Bureaux Île-de-France



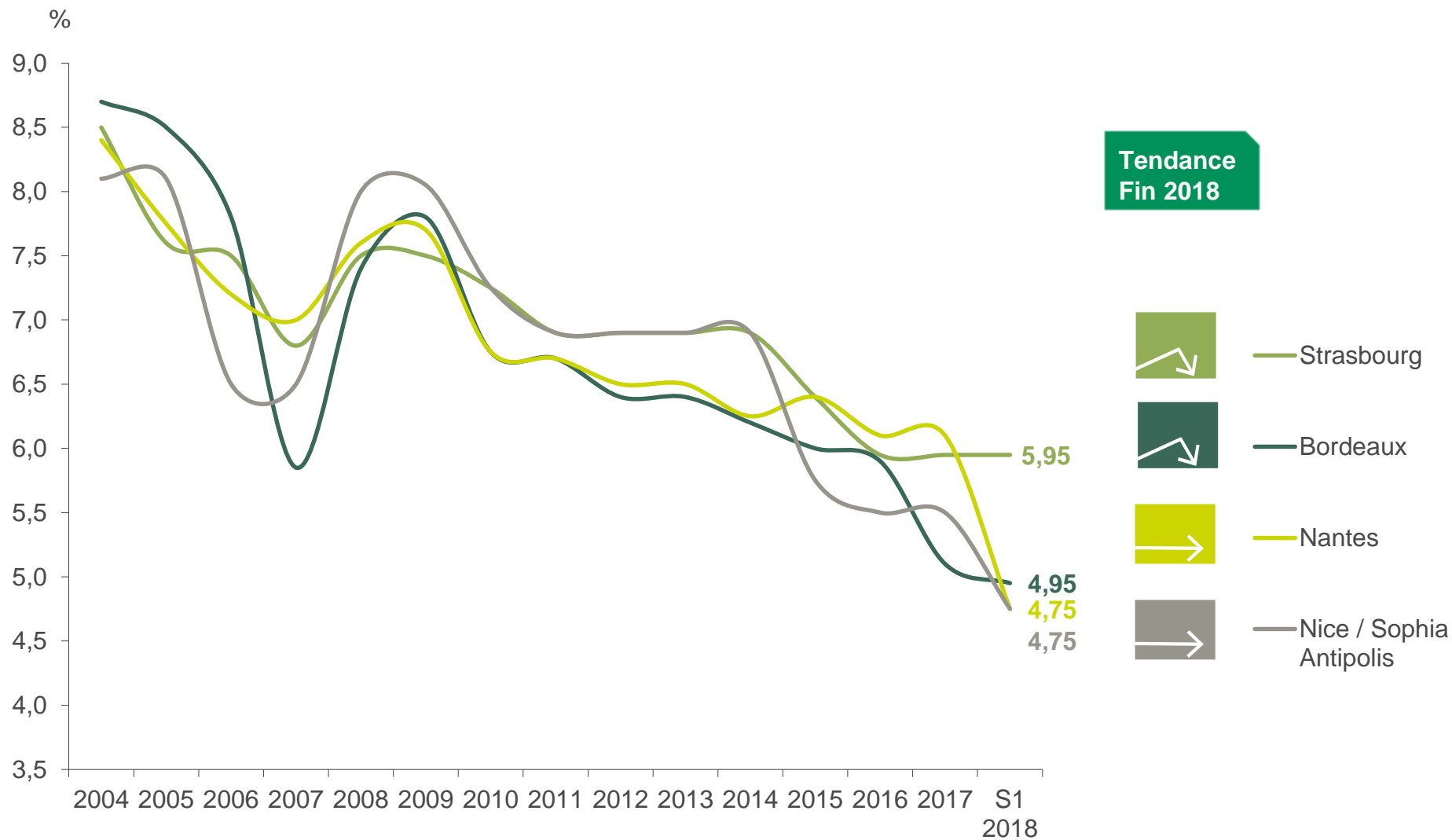
Source : BNP Paribas Real Estate.

Taux de rendement "prime" - Bureaux Régions



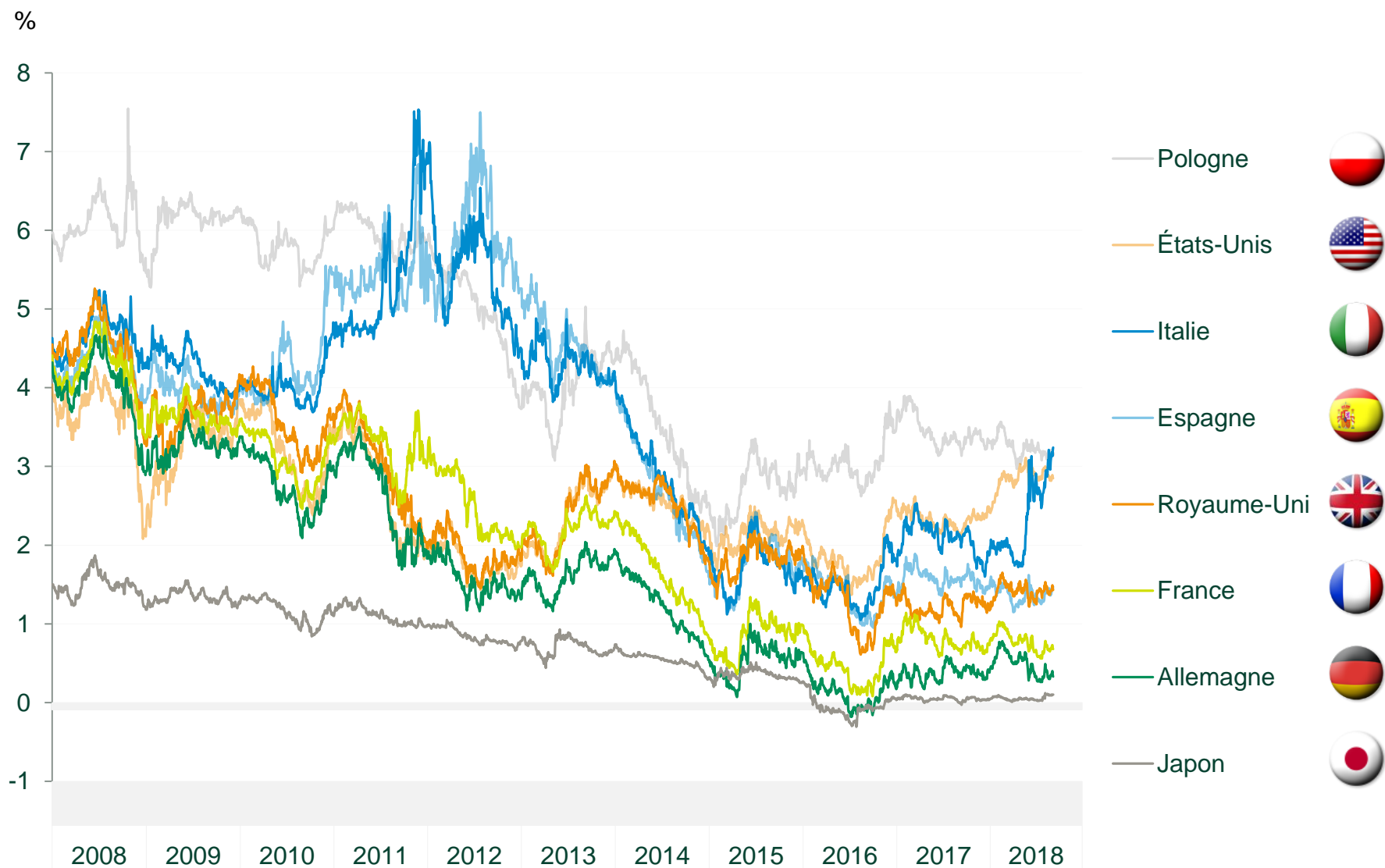
Source : BNP Paribas Real Estate.

Taux de rendement "prime" - Bureaux Régions



Source : BNP Paribas Real Estate.

Rendement des obligations d'État à 10 ans



Source : Macrobond.



Société	Produit intérieur brut (%)		Inflation (%)		Euribor 3 mois (%)		OAT 10 ans (%)	
	2018	2019	2018	2019	Q3 2018	Q2 2019	Q3 2018	Q2 2019
OFCE	2.0	2.1	1.4	1.6	-	-	-	-
Bank of America - Merrill	1.9	1.6	1.7	1.5	-	-	-	-
Coe-Rexecode	1.8	1.4	2.0	2.0	-	-	-	-
Econ Intelligence Unit	1.8	1.6	1.8	1.5	-	-	-	-
HSBC	1.8	1.8	1.8	1.7	-0.3	-0.3	0.7	0.9
UniCredit	1.8	1.6	1.9	1.5	-	-	-	-
Citigroup	1.8	1.8	2.0	1.6	-	-	1.1	1.2
Euler Hermes	1.7	2.0	1.8	1.8	-0.2	0.0	1.0	1.5
Exane BNP	1.7	1.8	1.7	1.4	-0.3	-0.2	0.7	1.0
NIESR	1.7	1.8	1.9	1.4	-	-	0.9	1.4
PAIR Conseil	1.7	1.7	1.8	1.7	-0.3	0.2	0.9	1.1
IHS Markit	1.7	1.6	2.0	1.4	-0.3	-0.3	0.9	1.2
UBS	1.7	1.8	2.1	1.6	-0.4	-0.4	-	-
Oxford Economics	1.6	1.7	1.9	1.6	-0.3	-0.1	1.0	1.3
Barclays	1.6	1.6	2.2	1.6	-	-	-	-
GAMA	1.6	1.5	1.9	2.1	-0.2	0.1	1.0	1.4
Société Générale	1.6	1.7	1.7	1.4	-0.3	-0.2	1.0	1.5
Natixis	1.5	1.2	1.9	1.8	-0.3	0.1	1.1	1.4
Consensus (Moyenne)	1.7	1.7	1.9	1.6	-0.3	-0.1	0.9	1.3

Source : Consensus Economics (août 2018).

Sensibilité Taux « prime » vs Taux longs

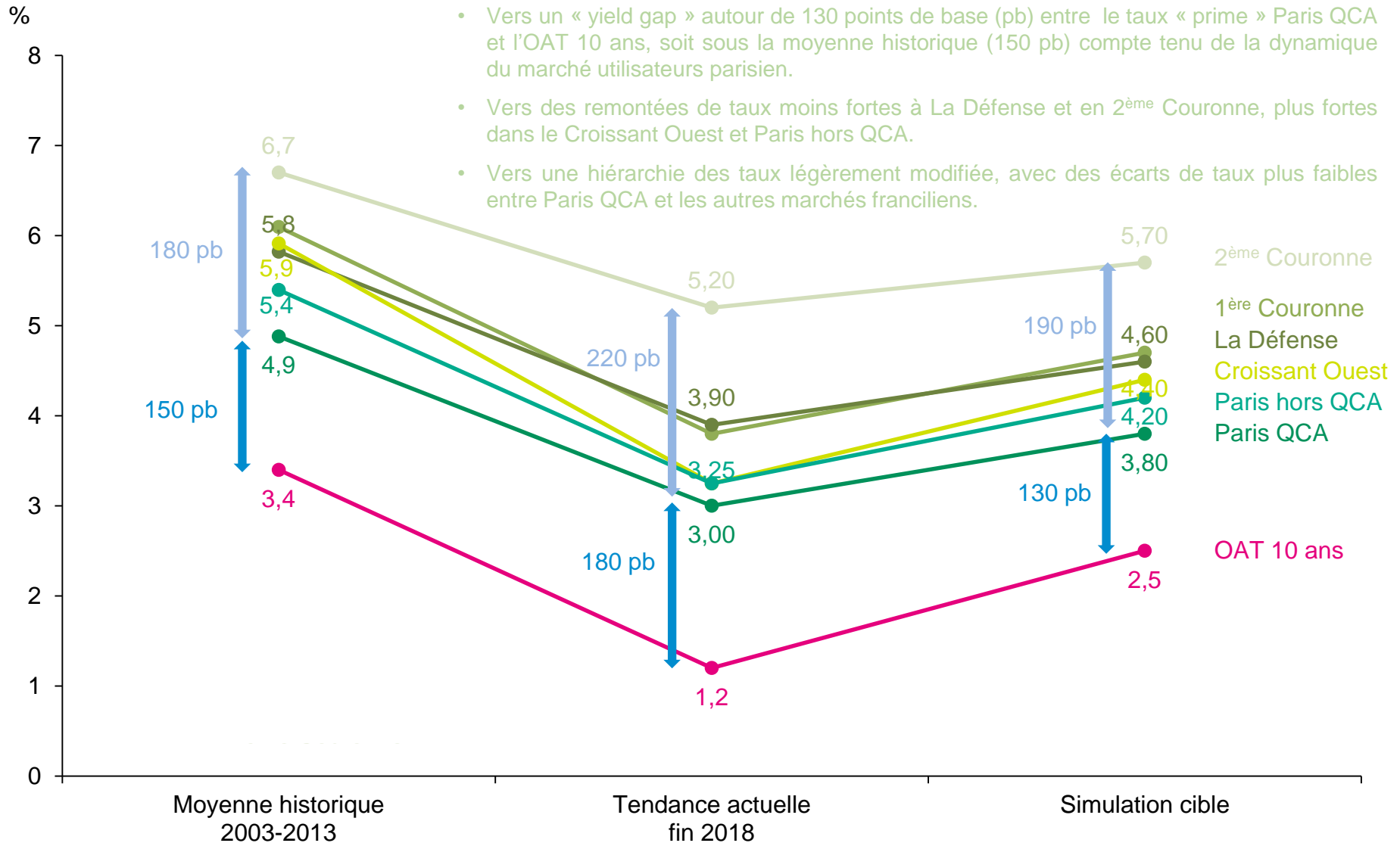
Taux de rendement « prime » Bureaux
Île-de-France et Régions

OAT 10 ans	Paris QCA	Paris hors QCA	Croissant Ouest	La Défense	Première Couronne	Seconde Couronne	Lyon	Lille	Marseille	Toulouse	Bordeaux	Nantes
3,00%	4,30%	4,70%	5,00%	5,20%	5,30%	6,10%	5,10%	5,40%	5,80%	6,00%	5,70%	5,90%
2,75%	4,10%	4,50%	4,70%	4,90%	5,00%	5,90%	4,80%	5,10%	5,50%	5,70%	5,40%	5,60%
2,50%	3,80%	4,20%	4,40%	4,60%	4,70%	5,70%	4,50%	4,80%	5,20%	5,40%	5,10%	5,30%
2,25%	3,50%	3,80%	4,00%	4,30%	4,40%	5,40%	4,30%	4,50%	4,90%	5,25%	4,90%	5,00%
2,00%	3,20%	3,50%	3,70%	4,00%	4,10%	5,20%	4,10%	4,30%	4,70%	5,25%	4,75%	4,85%
1,75%	3,00%	3,25%	3,40%	3,90%	3,80%	5,20%	3,90%	4,15%	4,70%	5,25%	4,75%	4,75%
1,50%	3,00%	3,25%	3,25%	3,90%	3,80%	5,20%	3,90%	4,15%	4,70%	5,25%	4,75%	4,75%
1,25%	3,00%	3,25%	3,25%	3,90%	3,80%	5,20%	3,90%	4,15%	4,70%	5,25%	4,75%	4,75%
1,00%	3,00%	3,25%	3,25%	3,90%	3,80%	5,20%	3,90%	4,15%	4,70%	5,25%	4,75%	4,75%
Fin 2018	3,00%	3,25%	3,25%	3,90%	3,80%	5,20%	3,90%	4,15%	4,70%	5,25%	4,75%	4,75%

- Les taux « prime » des bureaux devraient débiter leur progression lorsque l'OAT 10 ans franchirait le seuil des 1,75 / 2 %.
- Le Croissant Ouest, Paris et Lyon pourraient être les premiers marchés à enregistrer des tensions haussières.
- À l'inverse, La Défense ou Toulouse devraient être parmi les marchés les moins impactés par une remontée des taux.

Source : BNP Paribas Real Estate (juillet 2018).

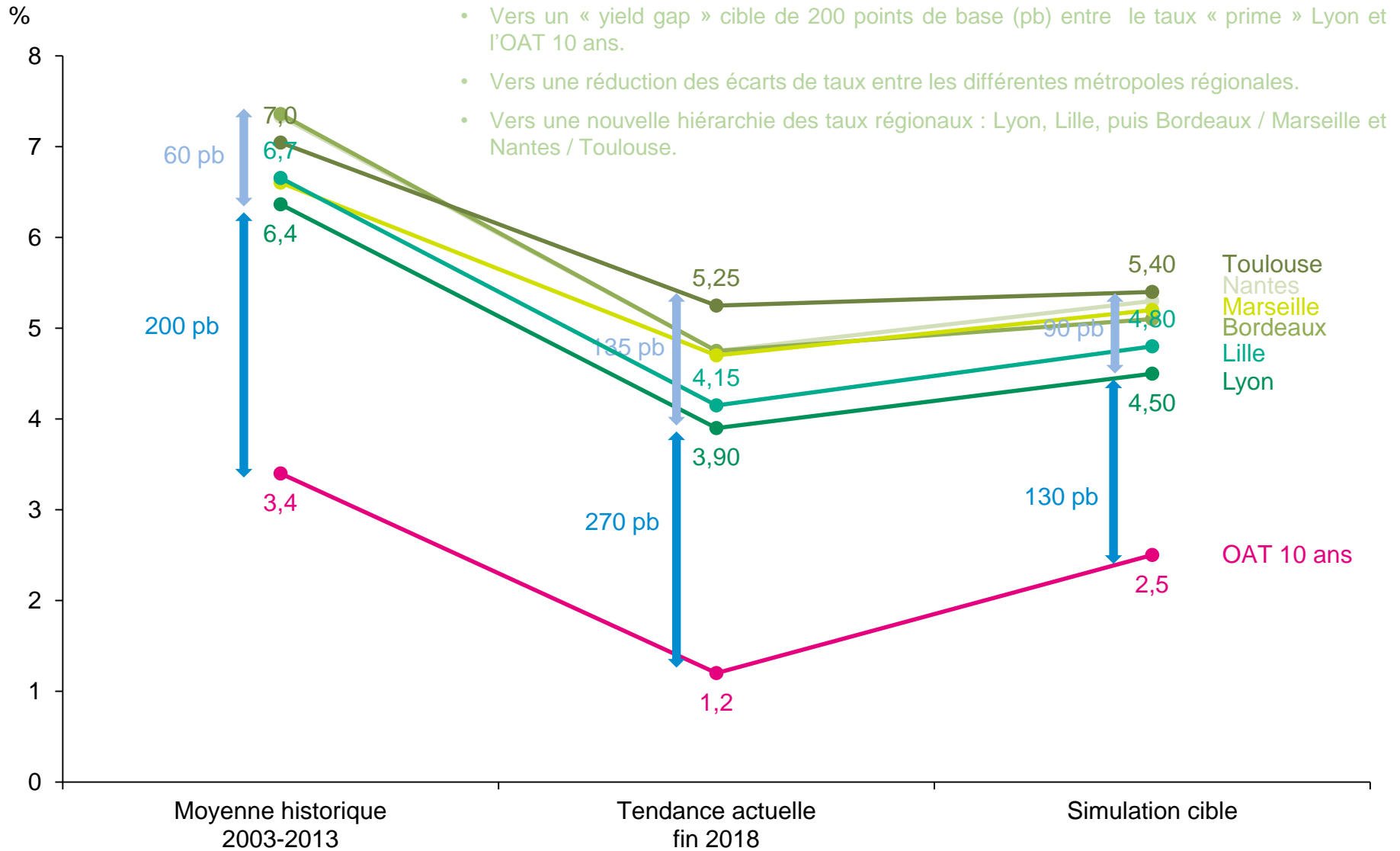
Taux « prime » Bureaux Île-de-France : écarts passés vs cibles



- Vers un « yield gap » autour de 130 points de base (pb) entre le taux « prime » Paris QCA et l'OAT 10 ans, soit sous la moyenne historique (150 pb) compte tenu de la dynamique du marché utilisateurs parisien.
- Vers des remontées de taux moins fortes à La Défense et en 2^{ème} Couronne, plus fortes dans le Croissant Ouest et Paris hors QCA.
- Vers une hiérarchie des taux légèrement modifiée, avec des écarts de taux plus faibles entre Paris QCA et les autres marchés franciliens.

Source : BNP Paribas Real Estate (juillet 2018).

Taux « prime » Bureaux Régions : écarts passés vs cibles



Source : BNP Paribas Real Estate (juillet 2018).

Sensibilité Taux longs vs Taux « prime »

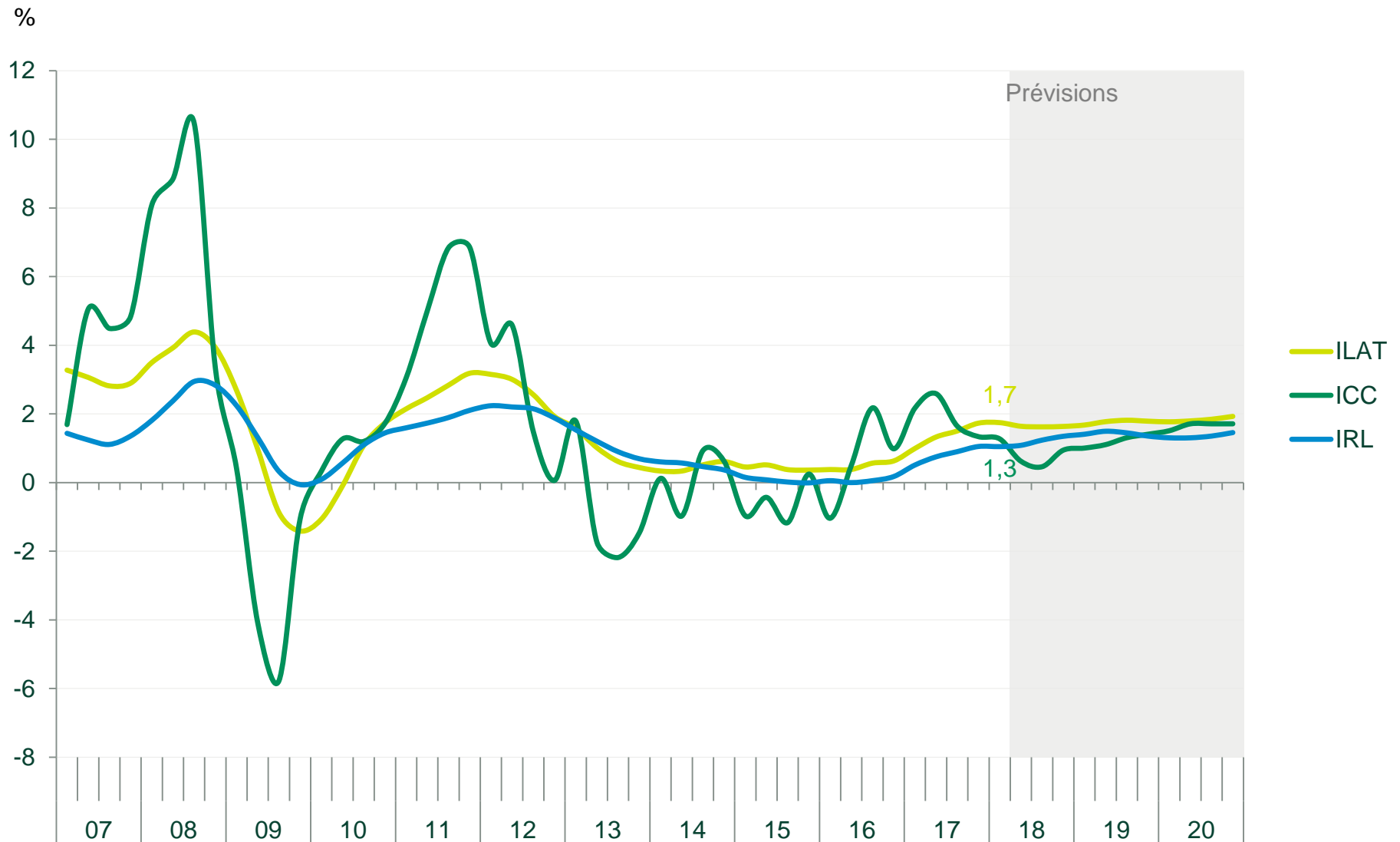
Taux de rendement « prime » Commerce / Logistique et Activité
France

OAT 10 ans	Centre ville	Centre commercial	Retail Park	Entrepôts	Activité
3,00%	4,00%	5,00%	5,50%	6,00%	6,50%
2,75%	3,80%	4,80%	5,30%	5,60%	6,30%
2,50%	3,50%	4,50%	5,00%	5,30%	6,10%
2,25%	3,20%	4,20%	4,70%	5,00%	5,90%
2,00%	2,90%	4,10%	4,50%	4,70%	5,90%
1,75%	2,75%	4,10%	4,50%	4,50%	5,90%
1,50%	2,50%	4,10%	4,50%	4,50%	5,90%
1,25%	2,50%	4,10%	4,50%	4,50%	5,90%
1,00%	2,50%	4,10%	4,50%	4,50%	5,90%
Fin 2018	2,50%	4,10%	4,50%	4,50%	5,90%

- En commerce, les taux « prime » des pieds d'immeubles, notamment des meilleures artères parisiennes, devraient connaître les hausses les plus rapides et marquées, dès le franchissement de l'OAT 10 ans autour de 1,5 / 1,75 %.
- Les centres commerciaux et retail parks pourraient enregistrer des progressions plus modérées et tardives, à partir d'un taux de l'OAT 10 ans proche des 2 / 2,25 %.
- Le taux « prime » des entrepôts devraient à nouveau nettement diminuer d'ici fin 2018 (4,5 %). Sa progression pourrait débuter dès l'approche du taux de l'OAT 10 ans autour de 2 %.
- En revanche, les taux « prime » des locaux d'activité n'ont pas connu de fortes compressions. C'est l'une des principales classes d'actifs immobilières qui ne devraient enregistrer des tensions haussières que tardivement (OAT 10 ans proche de 2,5 %), et ce modérément (seulement 60 points de base de hausse attendue si le taux de l'OAT 10 ans atteignait jusqu'à 3 %).

Source : BNP Paribas Real Estate (juillet 2018).

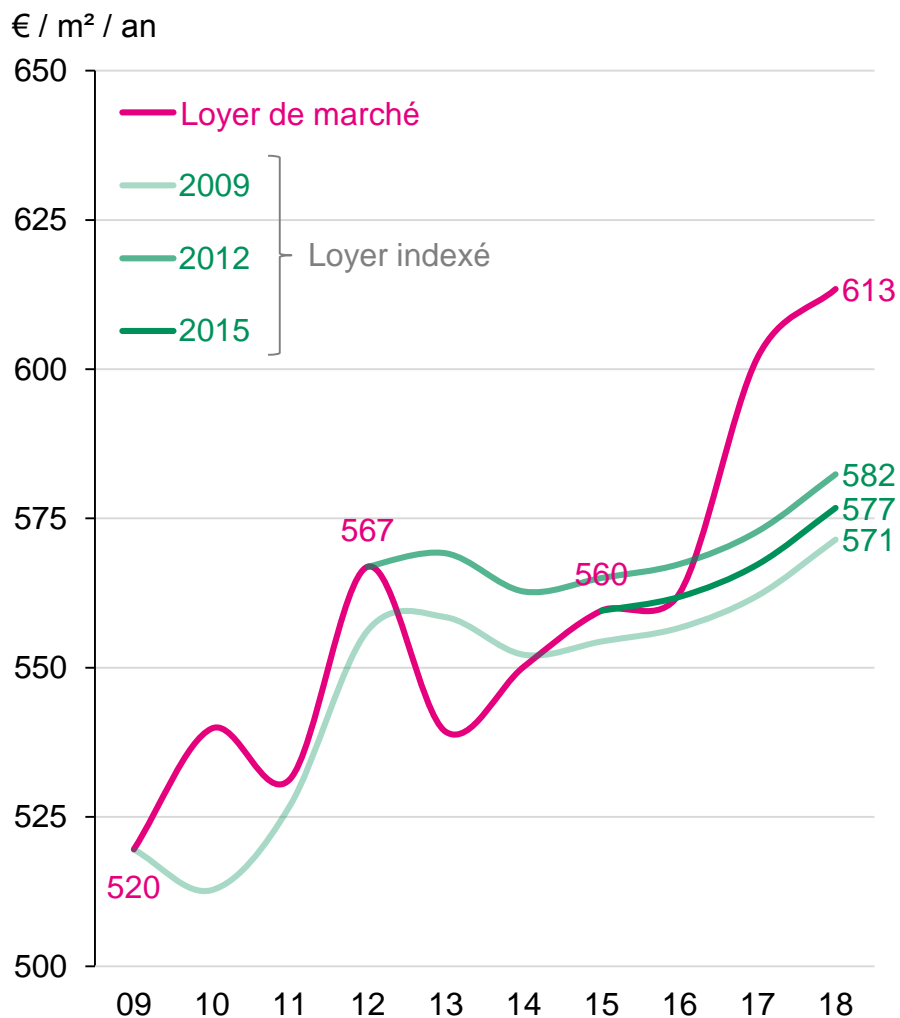
ICC, ILAT, IRL



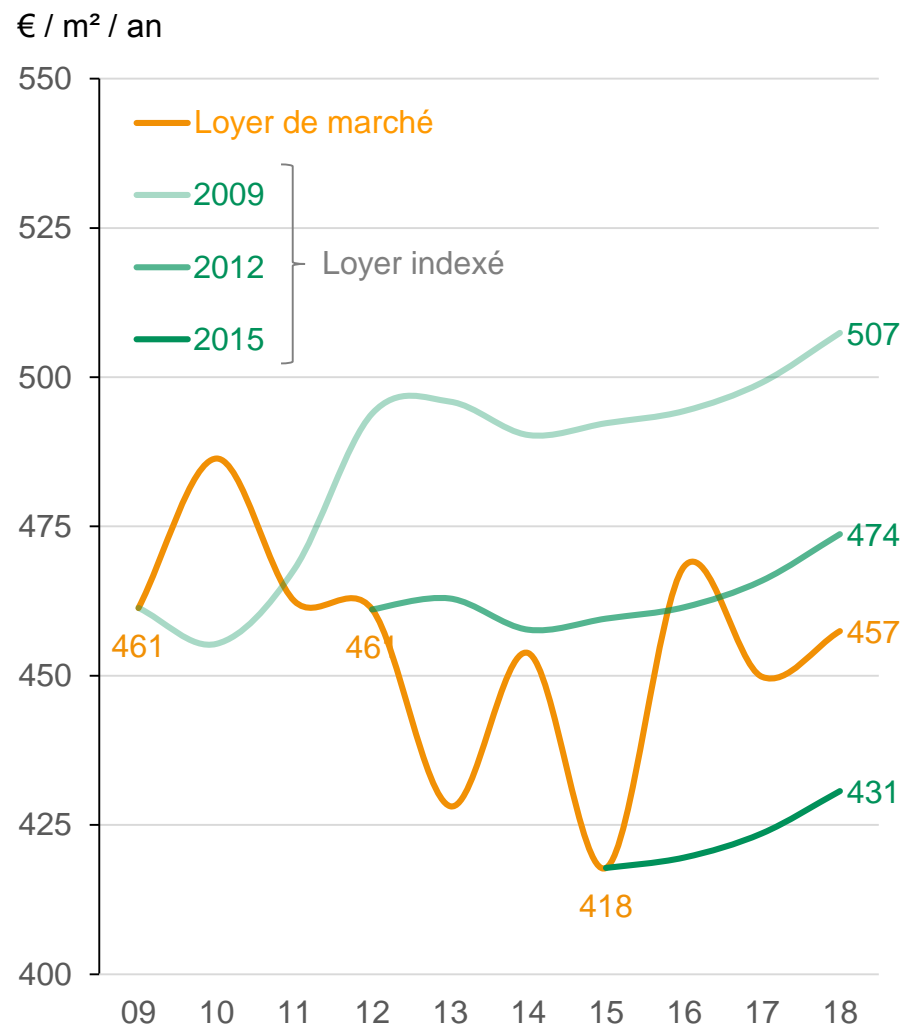
Source : Insee, Prévisions BNP Paribas Real Estate (juillet 2018).

Bureaux Paris QCA & La Défense : Potentiel de réversion

Paris QCA



La Défense

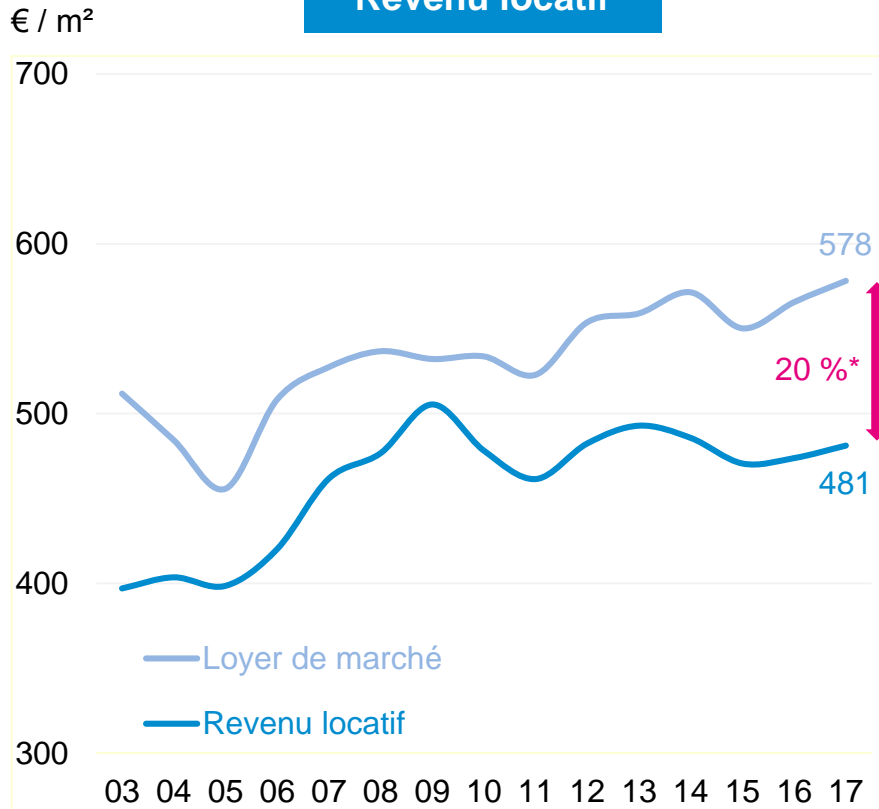


Source : Insee, BNP Paribas Real Estate (juillet 2018).

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

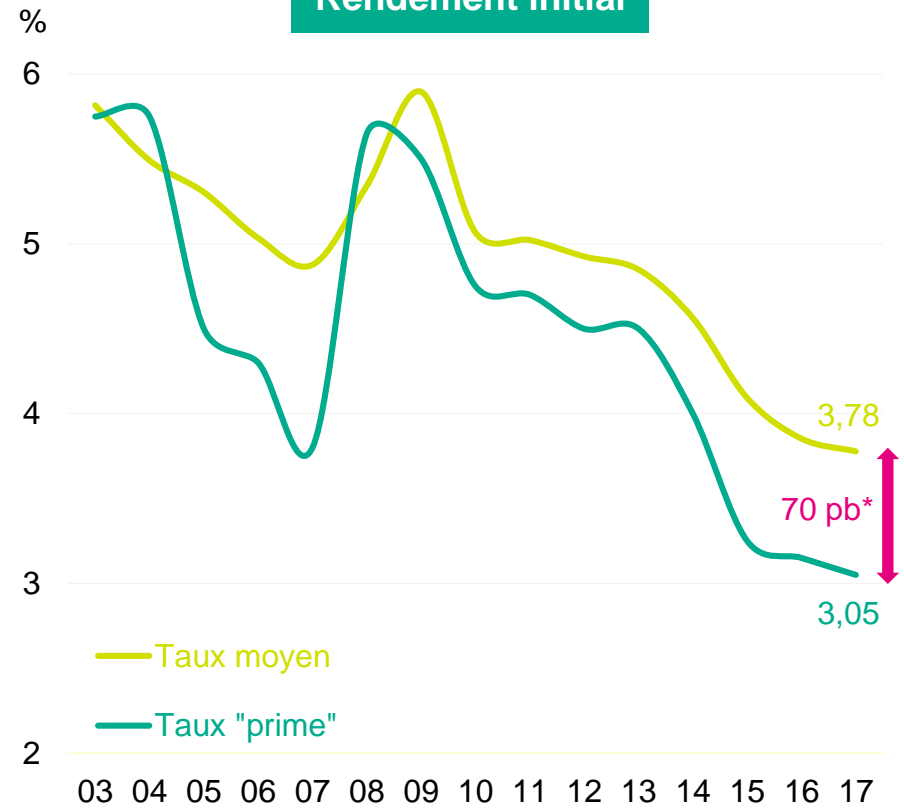
Bureaux Paris QCA

Revenu locatif



*Moyenne 03-17 : 16 %

Rendement initial



*Moyenne 03-17 : 45 pb

Simulation : OAT 10 ans à 2,5 %

- le taux moyen de Paris QCA pourrait remonter à 4,4 % (+60 pb),
- sous l'hypothèse d'une hausse du revenu de 8 %,
- la valorisation moyenne des bureaux dans Paris QCA baisserait de 7 %.

Source : BNP Paribas Real Estate, MSCI (juin 2018).

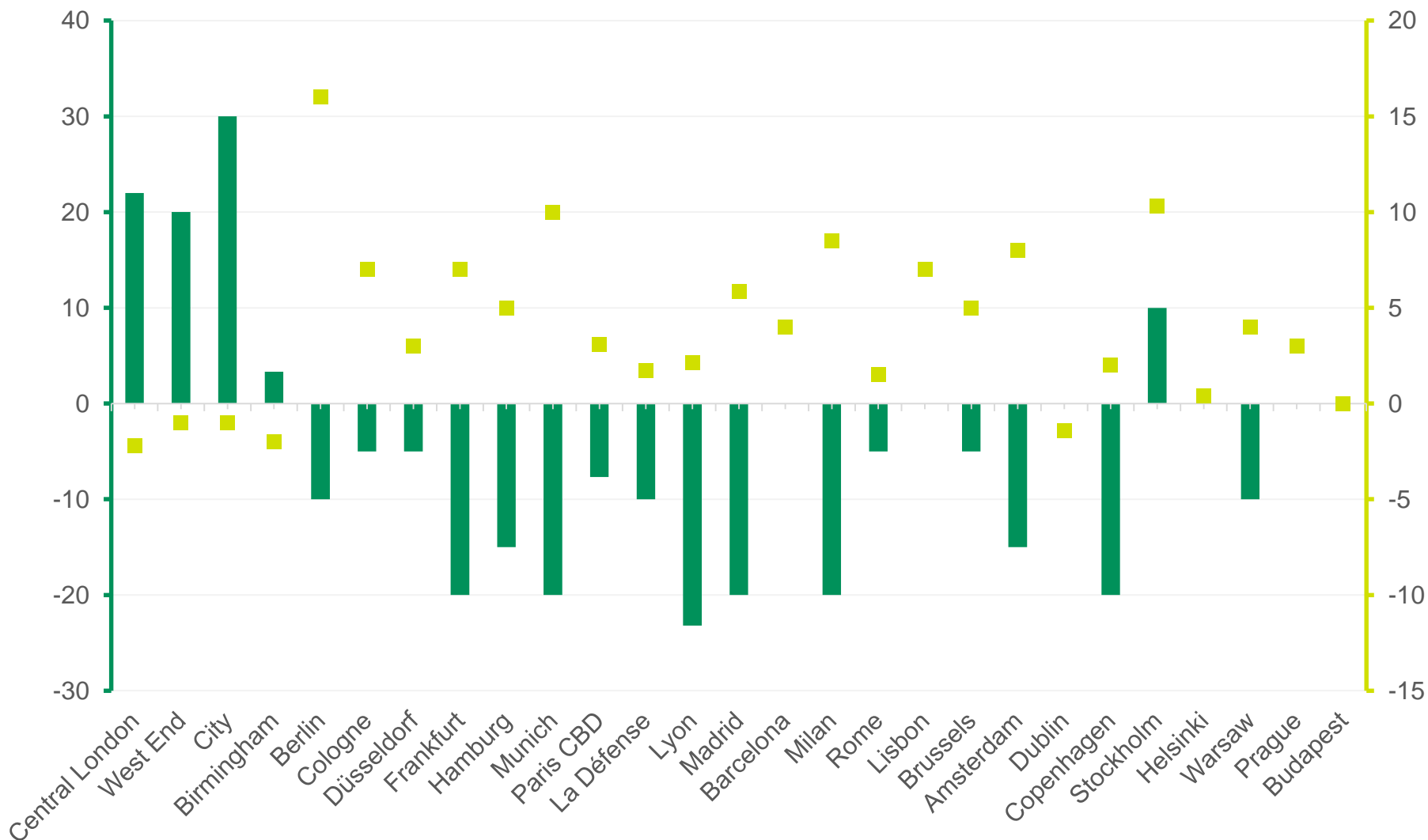
Prévision Bureaux Europe 2018

Points de base

■ Taux de rendement moyen (variation 2018 en pb)

■ VLM (variation 2018 en %)

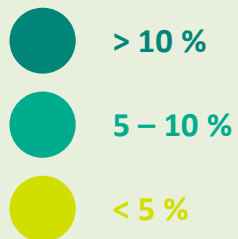
%



Source : BNP Paribas Real Estate (septembre 2018).

Prévision Rendement global Bureaux Europe 2018

Rendement global (locatif + capital)
moyen annuel 2018 (en %) :



West End

0.1

City

-0.7

Paris CBD

8.8

La Défense

11.1



10.5

Lisbon

16.3

Madrid



13.0

Barcelona

12.0

Lyon

7.8

Central Paris

7.8

Central Paris

8.8

Brussels

13.6

Amsterdam

11.2

Hamburg

9.0

Copenhagen

8.8

Stockholm

17.8

Berlin

9.5

Warsaw

8.5

Prague

8.1

Budapest

14.4

Munich

8.3

Milan

6.7

Rome

Source : BNP Paribas Real Estate (septembre 2018).



**BNP PARIBAS
REAL ESTATE**

L'immobilier d'un monde qui change

Point de conjoncture économique et immobilier

Richard MALLE

Global Head of Research
BNP PARIBAS REAL ESTATE

Pierre SCHOEFFLER

Senior Advisor
IEIF

Réunion adhérents
6 septembre 2018