

FLASH ANALYSE & PRÉVISION N°1

Alerte au Covid-19 : conséquences pour l'immobilier

Béatrice Guedj et Pierre Schoeffler, Senior advisors, IEIF

Achevé de rédiger le 9 mars 2020

Détecté pour la première fois au début du mois de décembre 2019 dans la ville de Wuhan, le Covid-19 est entré sur la scène internationale le 13 janvier 2020 quand un premier cas d'infection est découvert en dehors de la Chine continentale. Le 26 février le nombre de cas déclarés quotidiennement hors de Chine dépasse ceux déclarés en Chine. L'alerte est mondiale, le choc d'incertitude ravageur en l'absence de recul sur le taux de morbidité et de mortalité (à ce jour 3 % dans le monde selon les données de l'OMS). Le Covid-19 semble être deux fois plus contagieux et six fois plus mortel que la grippe saisonnière.

La contagion du Covid-19 se diffuse à la sphère économique et financière de manière rapide. Dès la mi-février, les marchés financiers deviennent fébriles : les actions commencent à chuter, les taux d'intérêt des emprunts d'État également, le prix du pétrole baisse. Début mars, le verdict de l'OCDE tombe : l'économie mondiale est menacée, la stabilisation en cours autour de 3 % de croissance en rythme annuel est révisée à 2,5 % si l'épidémie est cantonnée, à 1,5 % si la pandémie s'installe. L'offre est ralentie par la rupture des chaînes d'approvisionnement industriel, dans lesquelles la Chine joue aujourd'hui un rôle majeur, et la demande par les mesures de confinement qui provoquent un arrêt brutal de secteurs de services importants pour l'économie, comme le tourisme, les transports, le commerce, mais aussi par l'amputation de revenu pour les ouvriers chinois, la montée de l'épargne de précaution dans les pays développés, etc.

A partir de là, la caisse de résonance des réseaux sociaux crée un vent de panique sur les marchés qui envoient un signal-prix de récession mondiale : le taux des US Treasuries à 10 ans tombe à 0,4 %, perdant 140 points de base depuis le début de l'année, le taux des Bunds à 10 ans s'enfonce en territoire négatif à -0,8 %.

Le stress financier s'amplifie : de conjoncturelle, la crise pourrait dégénérer en un choc structurel de solvabilité sur les entreprises qui ont massivement fait appel aux émissions d'obligations depuis 2008, en particulier celles de notation BBB qui peuvent basculer d'Investment Grade en High Yield en cas de difficultés de trésorerie. Si les taux d'intérêt sur les obligations de bonne qualité s'enfoncent, ceux sur les obligations de mauvaise qualité s'envolent. Et le désaccord entre la Russie et l'Arabie Saoudite sur les restrictions de production de pétrole a provoqué un krach de 30 % sur les prix qui menace directement la solvabilité des producteurs de pétrole de schiste US, très endettés sur les marchés obligataires. Ces mouvements brusques génèrent des appels de marge importants sur les positions à terme qui perturbent les marchés : comment expliquer autrement la baisse des actions japonaises alors que le pays profite pleinement d'un contre-choc pétrolier majeur ou la baisse de l'or la semaine dernière en pleine fuite des actifs risqués ?

L'interrogation clef devient la durée de l'épidémie. La dernière pandémie, celle du H1N1, a été décrétée par l'OMS en juin 2009 ; elle a perduré un an et tué 280 000 personnes. La plus importante enregistrée dans l'ère industrielle est la grippe espagnole, également de type H1N1, qui a perduré six mois et fait des dizaines de millions de victimes. Qu'en sera-t-il de celle-là ? En Chine, l'épidémie recule déjà au bout de deux mois, l'activité repart et le marché d'actions est revenu peu ou prou à son niveau de début d'année.

La morsure sur le marché immobilier dépend beaucoup de ce paramètre temps car l'immobilier se valorise peu fréquemment et les baux sont à long terme. Si le segment de l'hôtellerie est durement touché, ainsi que dans une moindre mesure le commerce et la logistique, la courroie de transmission économique au segment des

bureaux par augmentation de la prime de risque locative ne peut être que très progressive et le segment résidentiel est protégé.

L'actualisation des revenus locatifs profite de l'écroulement du taux des emprunts d'Etat, mais la prime de volatilité exigée subit la contagion de celle des actions et la prime de liquidité est amplifiée par l'anticipation de la réponse classique du marché de l'investissement dans les cas semblables : le gel des transactions !

L'immobilier coté amplifie certes les tendances et reste à court terme très dépendant des fluctuations des marchés d'actions, mais il reste un baromètre intéressant pour catégoriser les effets : l'indice EPRA Monde tous segments en dollars n'a ainsi perdu que 7 % depuis son point haut de l'année 2019 alors que l'indice Hôtellerie au sens large a perdu 30 %.

Une panique sur le marché des actions n'a jamais eu de conséquence vraiment défavorable sur l'immobilier. Le S&P 500 a chuté de 10 % ou plus sur une semaine à cinq reprises depuis la Seconde Guerre mondiale : en octobre 1987 (resserrement monétaire de la Bundesbank à contre-pied de la politique fiscale expansionniste US), avril 2000 (éclatement de la bulle Internet), septembre 2001 (attentats du World Trade Center), octobre 2008 (faillite de Lehman Brothers) et février 2019 (Covid-19).

Les crises de 1987, 2000 et 2001 n'ont pas laissé de trace sur le marché des SCPI. Celle de 2008, en partie d'origine immobilière, a été accompagnée d'une chute sur deux ans de 12 % du rendement en capital des SCPI, entraînant un rendement global nul deux années de suite. En revanche, la crise obligataire de 1994 a laissé de profondes traces sur le marché des SCPI : de 1994 à 1997, le rendement en capital a plongé de 40 %, puis de 6 % encore de 1998 à 1999. Ce ne sont pas les crises boursières qui se sont avérées vraiment déstabilisantes pour l'immobilier, mais bien celles sur les taux d'intérêt.

Une courroie de transmission plus pernicieuse existe néanmoins aux conséquences potentiellement désastreuses : celle d'un stress sur la liquidité des fonds d'investissement, en particulier sur le segment des obligations *High Yield*, qui peut se propager à l'ensemble du secteur et entraîner des ventes forcées d'actifs.

Depuis 2008 et l'adoption par les banques centrales de politique d'assouplissement quantitatif, la recherche de rendement par les institutionnels a fait quasiment doubler l'encours des fonds d'investissement ouverts investis en actifs peu liquides, passant de 29 000 milliards de dollars à 55 000 milliards. Simultanément les exigences de fonds propres sur les actifs des assureurs et des banques ont été durcies par la réglementation, avec des effets de seuil générateurs d'instabilité. C'est ici le point faible de l'édifice financier à surveiller à court terme...



Béatrice Guedj
Senior Advisor IEIF
Économiste



Pierre Schoeffler
Senior Advisor IEIF
Economiste