

FLASH ANALYSE & PRÉVISION N°3

Alerte au Covid-19 : conséquences pour l'immobilier

Béatrice Guedj et Pierre Schoeffler, Senior advisors, IEIF

Achévé de rédiger le 2 avril 2020

Economie

Le confinement en Europe permet de ralentir la croissance des nouveaux cas de Covid-19 en Italie, en Espagne et en France, les trois pays européens les plus touchés. A ce rythme, on pourrait ne quasiment plus enregistrer de nouveaux cas vers la mi-avril. Cela laisserait espérer un début de déconfinement fin avril, qui pourrait être progressif jusqu'à fin juin. En France, l'Ile-de-France concentre 35 % des cas de Covid-19. La région représente 30 % du PIB national, 80 % de l'activité d'investissement sur le marché immobilier et 70 % des encours des portefeuilles institutionnels en immobilier. La mise en lumière du tableau sanitaire et immobilier permet de comprendre **les enjeux humain** et ceux liés à la réussite du déconfinement, avec son impact sur la reprise de l'activité.

Le 26 mars dernier, l'INSEE publiait sa note de conjoncture pour évaluer l'impact des mesures d'endiguement sur l'économie en termes d'offre et de demande en comparant l'activité entre une semaine de confinement et une semaine normale.

Côté offre, la baisse d'activité instantanée sur le PIB est de l'ordre de 35 %. La contribution la plus élevée, à hauteur de 20 points, est sur les services marchands (36 % de baisse, 56 % du PIB). Cette estimation conforte l'observation de l'industrie immobilière via l'arrêt des activités des locataires dans l'hôtellerie, la restauration et les commerces. La perte d'activité la plus violente est liée au secteur de la construction (baisse de 89 %, 6 % du PIB), suivie par celle de l'industrie hors agroalimentaire (baisse de 52 %, 12 % du PIB). Les secteurs des services non marchands et de l'industrie agroalimentaire sont relativement moins impactés. Face à cette situation, les garanties de prêts de l'Etat sont de l'ordre de 15 % du PIB avec pour objectif de maintenir solvables la plupart des **entreprises**.

Côté demande, la baisse de la consommation est aussi de l'ordre de 35 %. La contribution la plus élevée, à hauteur de 33 points, est sur les biens durables (60 % de baisse) et les services marchands (33 % de baisse). Les seules dépenses en hausse sont liées au secteur alimentaire.

Pas de chiffrage côté revenu : mais l'ordre de grandeur des mesures de soutien budgétaire prises avec l'objectif de soutenir le revenu d'une large part de la population active est de 3 % du PIB.

Pas de chiffrage non plus côté commerce extérieur : le commerce international s'effondre avec la fermeture des frontières et la demande de pétrole est au plus bas, générant de fortes surcapacités de production, responsables d'une chute du prix du baril à son niveau d'il y a vingt ans (autour de 20 dollars).

Au total, pour l'INSEE, l'effet d'un mois de confinement sur le PIB annuel serait de -3 % et de -6 % pour un confinement de deux mois. La situation est plus ou moins la même en zone euro et pour l'ensemble des pays européens.

Marchés

Après une chute brutale de 30 %, les marchés d'actions européens ont repris 10 % et sont maintenant attentistes. Après avoir plongé en territoire négatif, les taux des emprunts d'Etat sont revenus à leur niveau d'avant crise. Les obligations d'entreprise ont enregistré des baisses de valeur de près de 10 % sur le segment *Investment Grade* et de près de 20 % sur le segment *High Yield*.

Les problèmes de liquidités, en particulier sur le dollar, semblent maintenant bien maîtrisés. En revanche, la solvabilité pose problème avec une nette dégradation de la notation du crédit pour les entreprises (le rythme de dégradation des notes par Fitch sur les 10 derniers jours représente la moitié des dégradations annuelles en temps normal).

Les Etats de la zone euro ont répondu avec détermination, creusant les déficits publics et augmentant de façon notable leur endettement avec l'assurance de disposer d'un prêteur en dernier ressort avec la BCE, qui s'est affranchie des règles de répartition de son programme d'achat d'actifs. Une façon rapide et efficace de mettre en place une solidarité budgétaire au sein de la zone en l'absence d'activation du Mécanisme Européen de Stabilité. La question d'un retour à la normale de la politique monétaire devient de plus en plus

difficile à appréhender et l'interrogation quant à l'impact des mesures budgétaires et monétaires exceptionnellement stimulantes sur la reprise économique en fin de crise va grandir, en particulier ses effets sur les anticipations d'inflation à long terme.

Marchés immobiliers

Deux aspects de la valorisation des actifs immobiliers viennent au premier rang :

1. l'**impact** de la crise sur les revenus locatifs avec des reports ou des franchises en échange d'allongement de baux, voire des renégociations de baux,
2. l'**impact** de la crise sur la prime de risque locative exigée dans le taux d'actualisation des revenus locatifs. Cette prime de risque est comparable à une prime de volatilité sur les marchés financiers et elle pourrait augmenter, même si, à ce stade, l'absence de transactions ne permet pas de trancher. Il est vraisemblable que la qualité du locataire, c'est-à-dire sa notation, et son secteur d'activité (services marchands, non marchands, type d'industrie, etc.) vont être recalibrés, en termes de pondération, ainsi que la durée et la structure des baux par rapport à la localisation géographique et à la fonctionnalité des immeubles.

A ce titre, si le marché de l'immobilier physique n'envoie plus de signaux-prix, l'immobilier coté reste un vecteur privilégié d'information, même s'il ne joue pas du tout le même rôle que les marchés d'actions jouent pour le *Private Equity*.

L'immobilier coté a chuté comme les marchés d'actions à partir de fin février, mais plusieurs observations sont intéressantes à noter :

1. Cette chute s'est faite de façon simultanée et de même ampleur au niveau mondial (Europe, USA, Japon),
2. Les pays dans lesquels le pic d'épidémie est dépassé et pour lesquels il existe un compartiment d'immobilier coté important (Singapour et

Hong-Kong) ont moins chuté, mais n'ont pas entamé encore de reprise,

3. Les indices sectoriels d'immobilier coté en Europe montrent que le secteur résidentiel et celui de l'immobilier de santé sont particulièrement résilients, le secteur des bureaux est en ligne avec les marchés d'actions en général, le secteur du commerce souffre nettement plus, à égalité avec certains secteurs logistique et industriel ; le secteur de l'hôtellerie est quant à lui au plus bas.

De façon plus structurelle, une interrogation pourrait voir le jour sur la question d'un nécessaire rebalancement de l'allocation d'actifs des investisseurs institutionnels, pour lesquels l'exposition en actifs immobiliers a mécaniquement augmenté avec la baisse des valeurs mobilières. Mais la relativement faible exposition des institutionnels en immobilier avant la crise devrait relativiser le problème.

Perspectives

L'Histoire révèle toujours comment les pandémies poussent les sociétés à s'orienter dans une direction ou une autre, une direction souvent décisive et lourde de conséquences. Cette parenthèse est une occasion de se poser, pour réfléchir ensemble et de comprendre les intuitions qui, depuis des années, ont poussé les individus, les professionnels, les organisations et l'Europe à s'engager dans une voie plus Responsable.

Un inspirateur de cette pensée est Michel Serres qui publie « *Le Contrat Naturel* » en 1991. Dans la continuité du Contrat Social publié par Jean-Jacques Rousseau en 1762, Michel Serres veut instaurer un Contrat Naturel entre l'Homme et la Nature. Constatant que l'emprise de l'Homme sur le Monde est telle que l'humanité existe maintenant physiquement (« *Les architectures dures et chaudes des métropoles équivalent bien à maints déserts, à des océans ou à une plaque tectonique rigide et mobile* »), il observe que la violence qui règne désormais entre l'Homme et le Monde fait qu'il y a une irruption du Monde comme acteur à part entière et majeur de l'Histoire.

Il appelle à une réconciliation...



Béatrice Guedj
Senior Advisor IEIF
Économiste



Pierre Schoeffler
Senior Advisor IEIF
Economiste