

FLASH ANALYSE & PRÉVISION N°4

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

Achévé de rédiger le 6 mai 2020

ÉCONOMIE

Covid-19 : le choc exogène extrême



Béatrice Guedj,
Senior Advisor, IEIF



Pierre Schoeffler,
Senior Advisor, IEIF

Une situation contrastée suivant les zones

Alors que la moitié de la population mondiale a été confinée et qu'un recul de 3 % du PIB mondial est anticipé pour l'année 2020 selon le FMI, suivi d'un rebond de 5,8 % pour 2021, tous les pays sont touchés selon le même schéma : le secteur de la construction a chuté des trois-quarts, ceux du commerce, des transports, de l'hébergement et de la restauration des deux-tiers, l'industrie manufacturière et des services aux entreprises de moitié alors que l'agriculture, l'industrie agroalimentaire, la production d'énergie et les services financiers et immobiliers sont davantage préservés.

La Chine, premier pays touché, constitue un indicateur avancé pour le reste du monde et semble être davantage épargnée : au 1^{er} trimestre, le PIB a chuté de 6,8 %. Pour l'année 2020, la croissance devrait être amputée de 5 points et être ramenée à 1%. Si pour le 2^{ème} trimestre, la reprise est significative, l'activité demeure inférieure au niveau avant crise, notamment dans les services, d'une part parce qu'il n'y a pas de « revenge shopping » de la part des ménages lors du déconfinement, d'autre part parce que la demande extérieure est aujourd'hui en berne.

Aux Etats-Unis, une baisse de 5,9 % de la croissance est prévue pour 2020 avec un impact très fort sur le secteur des services. L'absence de couverture sociale universelle a certes amplifié la crise sanitaire, mais, la flexibilité économique sur laquelle repose le modèle américain constitue un atout pour la reprise post-crise. La dislocation du secteur pétrolier pourrait néanmoins avoir des conséquences importantes.

L'Europe est aujourd'hui la zone la plus fortement impactée : le PIB devrait chuter de 7,5 % en 2020 avec

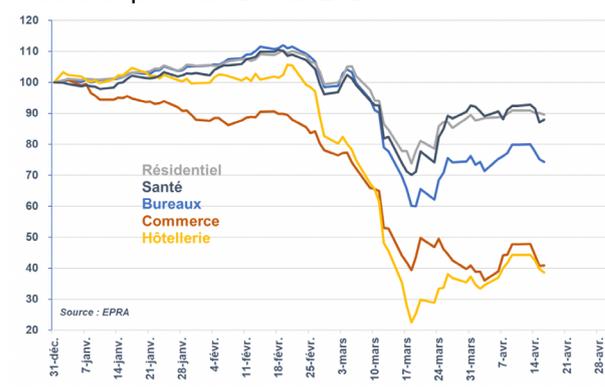
une fracture nette entre les pays du Nord davantage préservés (notamment Allemagne et Pays Bas) et ceux du Sud plus fortement touchés (Espagne, Italie et France), fracture qui risque de s'élargir avec la reprise. Seul un plan communautaire ambitieux de soutien à l'investissement pour renforcer la reprise en 2021 pourrait combler cette fracture, au-delà de l'activation du Mécanisme Européen de Stabilité et de la Banque Européenne d'Investissement.

La France se situe dans une situation intermédiaire. Si la chute du PIB prévue pour 2020 à -7 % est proche de celle de l'Europe, une reprise relativement modérée de 4,5 % est anticipée pour 2021. Ce faible rebond tient d'une part à l'épargne de précaution constitué par les ménages et d'autre part à l'effet incrémental destructeur généré par chaque journée de confinement dans le tissu industriel.

Les marchés financiers ont réagi de façon nettement moins violente que lors des dernières crises de 2001 et de 2008. Après une forte chute les premiers jours, les marchés d'actions ont ainsi repris une tendance légèrement haussière.

Les marchés immobiliers : les indices des foncières cotées ont enregistré une chute synchrone et de même amplitude dans tous les pays du monde depuis mi-février, qui traduit principalement une hausse importante de la prime de risque locatif, différenciée selon le niveau de risque des locataires. En Europe, tous les marchés immobiliers ne sont pas touchés de la même façon : alors que le résidentiel et l'immobilier de santé témoignent d'une certaine

Evolution des cours des foncières européennes
Indices de prix base 100 fin 2019



résilience, le commerce et l'hôtellerie sont les plus sanctionnés par la crise et l'immobilier de bureau s'inscrit dans une position intermédiaire.

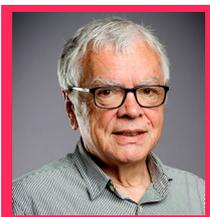
Sur ce dernier segment, la hausse implicite du taux de capitalisation moyen en Ile-de-France peut être estimée entre 40 et 60 points de base à partir des cours des foncières. Toutefois, la prime de risque pré-crise était historiquement élevée, ce qui constitue une couverture contre le risque d'un déséquilibre du marché.

Les revenus locatifs : pour 2020, la crise sanitaire a généré des demandes de franchises ou de reports de loyers. Des pertes de 1 à 3 mois de loyers sont donc prévisibles suivant les types d'actifs et de locataires. Dans le contexte actuel de très faible inflation, l'indexation des loyers devrait être négative à court terme. A moyen terme, l'inflation devrait se raffermir sous l'effet d'une certaine déglobalisation des échanges et des mesures publiques de soutien de la demande.

Perspectives : la crise actuelle constitue une parenthèse douloureuse qui va entraîner plus de dette, moins de revenus et un nouvel accroissement des inégalités. Elle se caractérise aussi par une amplification de certaines tendances qui préexistaient : sobriété dans la consommation, évolution de la relation entre domicile et lieu de travail, recherche de flexibilité dans l'organisation du travail, perception accrue des risques environnementaux. Au cas où les épisodes de confinement devaient se répéter, générant appauvrissement et mortalité, il n'est pas exclu qu'elle conduise à un changement complet de paradigme entraîné par le déficit budgétaire incontrôlable et non finançable d'un état majeur, une fuite soudaine des agents économiques devant la monnaie par perte de confiance dans les banques centrales ou l'éclatement de la zone Euro.

RÉSIDENTIEL

Bilan 2019 et impacts du Covid-19 sur les marchés



*Gilbert Emont,
Senior Advisor, IEIF*

Alors que 2019 a été une année record pour le marché résidentiel, 2020 s'annonçait comme une année charnière, caractérisée par la baisse des mises en vente de logements neufs et le maintien de la demande à un niveau élevé malgré un tassement de la solvabilité des ménages.

La crise sanitaire va bouleverser 2020 mais aussi les années suivantes jusqu'à ce que les conditions soient à nouveau réunies pour permettre l'investissement en immobilier résidentiel.

A court terme, trois impacts immédiats de la crise sanitaire vont entraîner une nouvelle **baisse du volume des ventes en 2021** : la crise a entraîné la prolongation de la période de pause liée aux élections municipales (probablement repoussées à l'automne), tant pour les autorisations de construire que pour le développement de nouveaux projets. Elle a aussi généré un retard important sur les chantiers, à l'arrêt pour la quasi-totalité d'entre eux pendant la première partie du confinement, puis reprenant au ralenti du fait des mesures sanitaires à appliquer. Enfin, le climat d'incertitudes a un impact psychologique sur la demande qui pourrait reporter les acquisitions.

A plus long terme, si l'on admet que le Covid-19 n'est pas une exception et que d'autres crises pourraient survenir, cela doit nous amener à réfléchir sur notre occupation de l'espace au sens large : **savoir où et comment habiter demain ?**

La question de **l'équilibre entre l'espace pour habiter** (espaces urbains) **et l'espace pour nourrir** (espaces agricoles) est essentielle pour appréhender la croissance urbaine, liée pour l'essentiel à la pression démographique et les risques écologiques comme sanitaires qu'elle implique.

La crise actuelle **ne remet pas en cause la mondialisation** au sens économique qui repose sur le schéma : délocalisation et co-production des biens, partage de la valeur ajoutée, partage du PIB et donc limitation des migrations. A l'inverse, l'internationalisation, comprise comme la libre circulation des personnes, est au cœur des problèmes soulevés par le risque sanitaire et touche particulièrement le secteur du tourisme.

Si l'irruption du Covid-19 ne marque pas la fin du phénomène de **métropolisation**, elle interroge cependant la densité et **les formes de structuration urbaine souhaitées** : premier modèle, celui de grandes entités composées d'habitats individuels, qui offrent des conditions de vie plus agréables mais qui impliquent de disposer de couvertures numériques performantes et d'importants réseaux de transports en commun (susceptibles quant à eux de générer de la promiscuité) ; second modèle, celui d'un espace central très concentré, composé d'habitats collectifs, au sein desquels le confinement est plus difficile à vivre et où la densité constitue une faiblesse en cas de crise sanitaire.

Enfin, si les progrès technologiques et le développement numérique ont permis le télétravail pendant la phase de confinement, la crise sanitaire interroge sur **l'adaptabilité** (voire la conception) **des espaces d'habitation** susceptibles d'absorber l'autonomisation nécessaire au télétravail à son domicile. Un vrai enjeu pour les programmes des promoteurs et architectes de demain.

BUREAUX

Quelles perspectives pour 2020 et 2021 ?

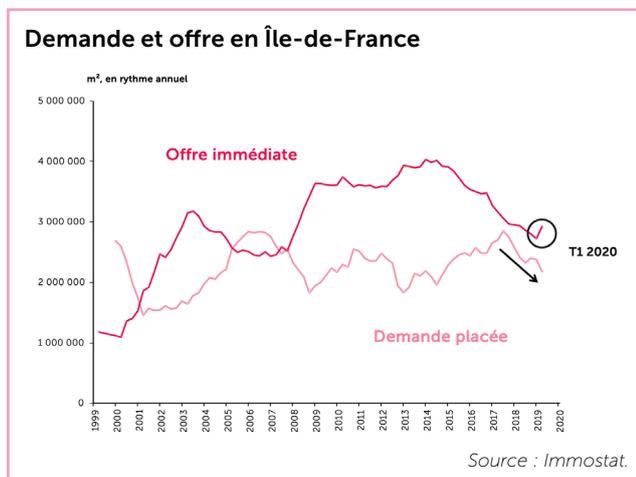


Christian de Kerangal,
Directeur général, IEIF



Bernard Audibert,
Senior Advisor, IEIF

Le 1^{er} trimestre 2020 confirme la baisse de la demande placée observée depuis deux ans : il s'agit du plus faible volume de demande placée en Ile de France pour un 1^{er} trimestre au cours de la dernière décennie. Par ailleurs, la remontée de l'offre immédiatement disponible correspond-elle à une inflexion liée aux premiers effets du confinement ou constitue-t-elle le premier signe d'un mouvement plus fondamental ?



Deux scénarios ont été envisagés pour essayer d'anticiper l'impact potentiel de la crise à venir sur le marché des bureaux franciliens : un premier scénario dit de « consensus » et un second scénario « pessimiste » qui repose sur l'émergence d'une seconde vague de l'épidémie durant l'automne et qui conduirait à un effondrement de la croissance :

	Evolution du PIB France			OAT 10 ans
	2020	2021	2022-2024	
Scénario de consensus	- 7 %	+ 4,5 %	+ 1,2 % par an	Taux d'intérêt nul ou très faible
Scénario « pessimiste »	- 10 %	+ 3%	+ 1,2 % par an	Taux d'intérêt nul

Tout d'abord, ces scénarios se traduisent par un volume élevé de destructions nettes d'emplois de bureaux en 2020, suivi en 2021 par un rebond moins important : au total, ce serait donc entre 50.000 et 100.000 emplois de bureaux qui disparaîtraient en Ile-de-France en 2 ans.

La demande placée devrait diminuer fortement en 2020, en raison d'une part de l'impact du confinement et d'autre part de l'attentisme probable des entreprises en matière immobilière jusqu'à la fin d'année. Ainsi,

en 2020, la demande placée en Ile-de-France pourrait être comprise entre 1,7 et 2 millions m². Conséquence de l'ampleur des destructions d'emplois, l'absorption nette devrait être fortement négative en 2020, pour ensuite rebondir en 2021. Pour la période 2020-2021, l'absorption nette serait donc négative de l'ordre de - 200 000 m².

A la fin du 1^{er} trimestre 2020, le taux de vacance moyen de la région francilienne devrait suivre une trajectoire similaire à celles des autres indicateurs : fortement impacté en 2020, il devrait être compris entre 7 % et 8 %, pour reculer ensuite fin 2021, compris entre 6 % et 7 %.

Les évolutions décrites précédemment ne seront pas homogènes entre les différents secteurs géographiques de la région Ile-de-France. Il est probable que Paris intra-muros souffre moins, compte tenu du déséquilibre offre-demande historiquement élevé observé depuis plusieurs années et jusqu'au début du confinement. Par contre, certains secteurs de la Première Couronne, ainsi que la Seconde Couronne, devraient souffrir davantage.

ACTIFS ALTERNATIFS, INDUSTRIEL ET COMMERCE

Conséquences de la crise du Covid-19



Béatrice Guedj,
Senior Advisor, IEIF.

Les investisseurs institutionnels se sont exposés plus volontiers sur l'immobilier de santé (du fait notamment du vieillissement de la population), pour ses revenus locatifs, et l'hôtellerie (en lien avec la croissance mondiale) pour la diversification. Avec le segment de la logistique et de l'industriel, ces deux types d'actifs étaient en tête du classement MSCI en termes de performances. A l'IEIF, nous soulignons déjà depuis ces trois dernières années l'impact d'un choc, notamment sur l'industriel et l'hôtellerie, dont les performances étaient plus tirées par le rendement en capital.

Hôtellerie : encéphalogramme plat

L'Europe est la plus touchée, au regard du nombre de nuitées annuelles, (51 % du tourisme mondiale), et plus particulièrement l'Espagne, l'Italie, la France et l'Allemagne. Le secteur anticipe un choc de taux de capitalisation historique. La reprise de l'activité devrait maintenir une prime de risque résiduelle pour ce secteur, compte tenu du risque identifié.

Le taux d'occupation moyen s'élève à 10 % en Europe, 15 % en France. En France, plus de 10 milliards d'euros d'aides à l'ensemble du secteur ont été engagés par l'Etat, même si ce montant pourrait ne pas être suffisant.

Les experts n'anticipent pas de retour à la normale avant 2022. La gamme économique pourrait être la première à reprendre, au niveau domestique puis européen. Le secteur des loisirs pourrait être plus durablement impacté par la baisse des revenus des ménages, même si les récessions sont toujours favorables au marché domestique. Les politiques de chèque vacances jusqu'en 2022 pourraient favoriser l'ensemble du secteur.

Santé : résilience du secteur coté Européen

Comme le marché résidentiel, l'immobilier de santé est moins lié aux cycles économiques et dispose de baux longs, d'une régularité et d'une stabilité de cash flows. En zone Euro, l'immobilier de santé semble mieux résister (-10 %) qu'aux Etats Unis (-30 %), même si l'indice EPRA, pour les REITS Européennes couvre des périmètres très singuliers et non totalement représentatifs de l'immobilier direct.

La crise a révélé des problèmes d'équipements, de formation de personnel et d'effectifs (le nombre de soignants par résidents, bien plus bas en France qu'en Allemagne). Selon les données de Santé Publique France, plus de 42 % sont des résidents EPHA. Les investisseurs non experts sur cette classe d'actifs seront en « risk-off » jusqu'à la fin de la pandémie.

Industriel & Logistique : impact limité mais retour de la volatilité

Les résultats des REIT en Europe indiquent que la logistique est moins impactée par rapport aux autres secteurs : l'indice prix a chuté de 12 % par rapport à son niveau d'avant crise puis est revenu à son niveau d'avant crise (tiré notamment par les pays nordiques). Cependant, les REITs de l'indice EPRA sont essentiellement représentatifs du segment logistique-industriel (grandes plateformes, industriel light et logistique du dernier kilomètre) avec une diversification géographique et sectorielle importante pour minimiser les impacts du choc.

Des régressions économétriques simples montrent que les rendements locatifs sont corrélés à la consommation électrique. En France, la consommation électrique a baissé de 33 % pendant le confinement, du fait notamment de l'arrêt ou du fonctionnement partiel des industries manufacturières, de la construction, des secteurs des biens d'équipements, témoignage d'une baisse de l'activité et de son impact sur les loyers de marché.

De nombreuses activités, type réparation automobile, TPE arrêtés par décision administrative et autres PME installées dans les locaux d'activité sont impactées par la baisse de leur chiffre d'affaires. L'impact de la franchise de loyers de 3 mois affectera ce type de locaux avec des VLM en baisse, en plus des taux de défaillances qui augmenteront car toutes les PME et TPE abritées dans les locaux d'activité ne sortiront pas indemnes de la crise. La hausse des taux de vacance, la baisse des valeurs locatives de marchés et celle

des valeurs vénales seront visibles sur une bonne partie du territoire, comme en témoigne nos travaux.

Pour l'investissement, une décompression des taux de capitalisation est anticipée mais différenciée selon la localisation, la taille et l'obsolescence des actifs. Enfin, le risque potentiel de « dé-globalisation » sur certaines chaînes d'approvisionnement pénalisera certains sous marchés en Europe.

Commerces : emportés par le confinement et la récession de l'activité

L'impact du confinement est brutal sur l'activité et l'objectif du gouvernement est d'éviter les défaillances en cascade. Le choc est visible pour les foncières commerces qui connaissent leur plus forte décote sur l'ANR, en lien avec la fermeture simultanée de tous les commerces dit « non essentiels » depuis le 16 mars.

Sur le marché français, nos travaux montrent que 82 % des unités commerciales seraient fermées : la durée du confinement correspond à un manque à gagner d'environ 16 % du chiffre d'affaires annuel, avec un risque de perte additive au-delà du 11 mai, car la reprise ne sera que graduelle. Nous estimons que la baisse de l'activité dans les magasins spécialisés serait de 75 % de Mars à Mai 2020 comparativement à la même période 2019. La perte sèche générée par les 2 mois de confinement équivaut au taux d'effort moyen (part du loyer par rapport au chiffre d'affaires) des commerçants, généralement compris entre 10 et 20 % selon les secteurs.

Pour rappel, en 2009, le taux de défaillances dans le commerce spécialisé avait bondi à 20 % pour une récession française deux fois moins importante que celle anticipée. A court terme, les commerçants doivent faire face à des difficultés de trésorerie. La reprise après le 11 mai sera graduelle, liées aux contraintes de distanciation sociale et au ralentissement des dépenses des ménages compte tenu des incertitudes économiques. En appelant à une médiation entre bailleurs et locataires quant à la franchise des trois mois, les pouvoirs publics souhaitent éviter des défaillances en cascade à court terme, et de nouvelles friches commerciales et désertification des centres villes à moyen terme.

Les franchises de loyers vont entraîner de façon implicite une baisse des valeurs locatives, dont l'impact sera différencié en fonction des facteurs de commercialité d'après confinement, et de la qualité de la relation locataire-bailleur. Nos travaux empiriques montrent via une analyse multicritère que l'impact sur les valeurs vénales d'une baisse des valeurs locatives de marché sera d'amplitude variable, jusqu'à 30 % et au-delà en regard de la baisse des loyers. Les valeurs vénales sont plus ou moins élastiques aux valeurs locatives de marché par localisation mais également plus ou moins élastiques au « crédit rating » des secteurs. Notre diagnostic reste celui d'une très forte polarisation du secteur.